# CYCLES & TENDANCES

**JUIN 1992**

CAISSE
DE DÉPÔT
ET PLACEMENT
DU QUÉBEC

92-05647/

**Note de l'éditeur**

La Caisse de dépôt et placement du Québec est heureuse de mettre à la disposition du public les prévisions établies par sa Direction des études économiques. Bien qu'elle ne soit pas un organisme de prévisions économiques, la Caisse, à titre d'institution financière, utilise de telles prévisions comme outil permettant à ses gestionnaires de mieux évaluer les risques des marchés financiers. Ces prévisions comprennent un scénario de référence et un exposé des principaux risques.

Les idées exprimées dans ce document sont celles des auteurs et ne reflètent pas nécessairement l'opinion officielle de la Caisse.

**DIRECTION DES ÉTUDES ÉCONOMIQUES**

**Richard Lesage**
Vice-président et Économiste en chef

**Réal Gratton**
**Jacques Jobin**
Conseillers

**Bernard Gauthier**
**Charles Davis**
**Caroline Verge**
Économistes

**Julie Benoit**
Technicienne

**Yvette Delisle**
Secrétaire

ISSN 0822-8205
Dépôt légal, 2e trimestre 1992
Bibliothèque nationale du Québec

Vol. X, N° 1
Publié par la Direction des affaires publiques
Pour renseignements : (514) 842-3261

## SOMMAIRE

*En Amérique du Nord, la croissance économique a été décevante depuis un an. La fin de la guerre du Golfe avait permis une reprise de l'activité au printemps 1991, mais cette dernière s'est avérée passagère. La croissance s'est arrêtée et les entreprises ont choisi de réduire leur effectif afin de rétablir leur rentabilité. Les pertes d'emplois nombreuses, notamment dans le secteur manufacturier, ont entretenu la morosité des consommateurs déjà en proie à un endettement élevé. Par conséquent, les politiques monétaires expansionnistes ont mis du temps à agir et les baisses de taux d'intérêt ont été plus prononcées que prévu. Depuis le début de 1992, il semble que la reprise soit véritablement amorcée, surtout aux États-Unis.*

*La croissance a ralenti au Japon, en raison entre autres des problèmes du secteur financier, et en Europe continentale, à la suite de l'adoption d'une politique monétaire ferme en Allemagne visant à contenir les pressions inflationnistes. Dans le contexte d'une Amérique faible et d'une Europe en ralentissement, la récession au Royaume-Uni s'est poursuivie jusqu'en début d'année.*

Tableau 1
Sommaire de la prévision (1)

| | | 1989R | 1990R | 1991R | 1992E | 1993 | 1994 | 1995 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | ÉTATS-UNIS | | | | | | | |
| 1 | Produit intérieur brut réel | 2,5 | 1,0 | -0,7 | 2,2 | 3,4 | 3,1 | 3,0 |
| 2 | Profits avant impôts | -0,9 | -3,5 | -6,0 | 15,9 | 9,7 | 7,4 | 7,3 |
| 3 | Indice des prix à la consommation | 4,8 | 5,4 | 4,2 | 3,3 | 3,3 | 3,0 | 2,9 |
| 4 | Taux de chômage (%) | 5,3 | 5,5 | 6,8 | 7,1 | 6,6 | 6,3 | 6,1 |
| 5 | Taux des obligations fédérales 30 ans (%) (2) | 8,5 | 8,6 | 7,9 | 7,5 | 7,6 | 7,5 | 7,5 |
| | CANADA | | | | | | | |
| 6 | Produit intérieur brut réel | 2,5 | 0,5 | -1,5 | 1,7 | 4,3 | 4,5 | 4,5 |
| 7 | Profits avant impôts | -4,3 | -24,7 | -32,3 | 16,8 | 42,9 | 21,1 | 14,6 |
| 8 | Indice des prix à la consommation | 5,0 | 4,8 | 5,6 | 1,9 | 2,2 | 1,8 | 1,7 |
| 9 | Taux de chômage (%) | 7,5 | 8,1 | 10,3 | 10,9 | 10,0 | 9,2 | 8,5 |
| 10 | Taux des obligations fédérales 30 ans (%) (2) | 9,7 | 10,8 | 9,2 | 8,4 | 8,2 | 7,6 | 7,3 |
| | QUÉBEC | | | | | | | |
| 11 | Produit intérieur brut réel | 1,8 | 0,4 | -1,8 | 0,9 | 4,0 | 4,4 | 4,4 |
| 12 | Revenu personnel disponible réel | 4,2 | 1,8 | -4,2 | -0,6 | 1,6 | 2,2 | 2,3 |
| 13 | Taux de chômage (%) | 9,3 | 10,1 | 11,9 | 12,3 | 11,5 | 10,7 | 10,1 |
| 14 | Mises en chantier (milliers) | 49 | 47 | 43 | 40 | 43 | 46 | 48 |

R : réalisé E : estimé

1- Tous les chiffres représentent des variations en pourcentage par rapport à la période précédente, sauf indication contraire.
2- Taux du quatrième trimestre.

Sources : historique : Wharton Econometric Forecasting Associates, Statistique Canada,
Banque du Canada et Le Conference Board du Canada.
prévision : Direction des études économiques, Caisse de dépôt et placement du Québec.

*Les politiques économiques restrictives de l'Allemagne continueront d'exercer un frein à l'activité en Europe. Compte tenu des pressions à la hausse sur les coûts, évidentes lors des récentes négociations salariales, il ne faut pas compter sur une baisse prochaine des taux d'intérêt allemands. Ces derniers reculeront au début de 1993 au plus tôt. Les contraintes qu'impose le système monétaire aux partenaires et aux voisins immédiats de l'Allemagne laissent entrevoir une*

*croissance lente en Europe continentale jusqu'au milieu de 1993. Au Royaume-Uni, par contre, l'assouplissement considérable de la politique monétaire et la politique budgétaire expansionniste adoptée dernièrement devraient assurer une reprise au cours de l'été, malgré la croissance anémique sur le continent. Le Japon a assoupli sa politique monétaire et sa politique budgétaire deviendra expansionniste au besoin cet automne afin de relancer l'économie. Cependant, les problèmes auxquels font face les institutions financières japonaises, un recul de l'investissement et une liquidation des stocks suggèrent que le nouvel élan prévu pour la fin de 1992 sera plutôt modeste à ses débuts.*

*Aux* ***États-Unis****, les problèmes structurels du secteur financier, de l'immobilier, des déséquilibres budgétaires des gouvernements et de l'endettement des ménages semblent avoir retardé et surtout réduit l'ampleur de la reprise. L'assouplissement considérable de la politique monétaire semble maintenant sur le point de vaincre les dernières réticences des Américains et de permettre une croissance plus forte. Cependant, les problèmes structurels ne sont que partiellement réglés, si bien que la croissance est susceptible de demeurer plus faible que lors des reprises antérieures. Les résultats en matière d'inflation plairont toutefois à la banque centrale, car les pressions inflationnistes seront absentes au cours des prochaines années. Par conséquent, la reprise est susceptible d'être durable.*

*Au* ***Canada*** *aussi, la récession aura mis en évidence de nombreux problèmes structurels qui s'illustrent bien par la rentabilité peu élevée des entreprises et les pertes d'emplois récentes, malgré une production plutôt stable. La faible rentabilité des sociétés canadiennes et leurs coûts de production trop élevés ont occasionné une rationalisation de la production.*

*À ces problèmes de nature structurelle s'ajoutait l'endettement des administrations publiques et des ménages qui a empêché l'assouplissement des conditions monétaires d'avoir l'impact habituel sur la demande. La reprise qui s'est fait longtemps attendre ne semblait pas encore enclenchée en début d'année, même si l'évolution des exportations et de l'habitation était prometteuse. L'écart important qui s'est creusé entre l'activité et son potentiel laisse entrevoir une inflation plus faible qu'aux États-Unis et une reprise durable au Canada aussi. Le niveau élevé de l'investissement et la restructuration des activités industrielles promettent également une inflation très peu élevée et par conséquent, des baisses supplémentaires des taux d'intérêt.*

*Au* ***Québec****, la récession aura été moins prononcée qu'en Ontario, mais plus forte qu'ailleurs au Canada. À court terme, la fin de plusieurs importants travaux d'investissement, un ressac dans l'habitation à la suite des devancements imputables au programme «Mon taux, mon toit» et une croissance peu vigoureuse du revenu personnel disponible réel, attribuable à l'impact des problèmes structurels sur l'emploi manufacturier et à l'entrée en vigueur de la deuxième phase de la taxe de vente du Québec (TVQ), retarderont la reprise. La croissance sera donc plus lente au Québec qu'ailleurs au Canada en 1992, pour la quatrième année de suite.*

*À moyen terme, la gestion prudente des finances publiques, l'investissement élevé dans le secteur hydro-électrique et la compétitivité accrue découlant d'un niveau appréciable des investissements et d'une croissance plus faible des coûts de production sont de bon augure.*

## TABLE DES MATIÈRES

SOMMAIRE

I LE SCÉNARIO DE RÉFÉRENCE
Les hypothèses 3
Contexte international 5
États-Unis 13
Canada 20
Québec 28

II LES PRINCIPAUX RISQUES 35

ANNEXE
Tableaux détaillés

Caisse de dépôt et placement du Québec, juin 1992

# LE SCÉNARIO DE RÉFÉRENCE

## LES HYPOTHÈSES

Toute prévision économique se fonde sur une série d'hypothèses qui concernent surtout les choix en matière de politique économique. Cependant, des ajustements de nature structurelle, reliés entre autres à l'endettement des secteurs publics, aux problèmes du secteur financier américain et au manque de compétitivité de l'industrie manufacturière canadienne, ont bouleversé l'évolution de l'économie nord-américaine depuis quelques années. Ces éléments continueront d'exercer leur influence, car malgré certains ajustements récents, les problèmes sous-jacents ne sont pas résolus. La conjoncture internationale influera, comme d'habitude, sur l'économie intérieure du Québec, du Canada et des États-Unis.

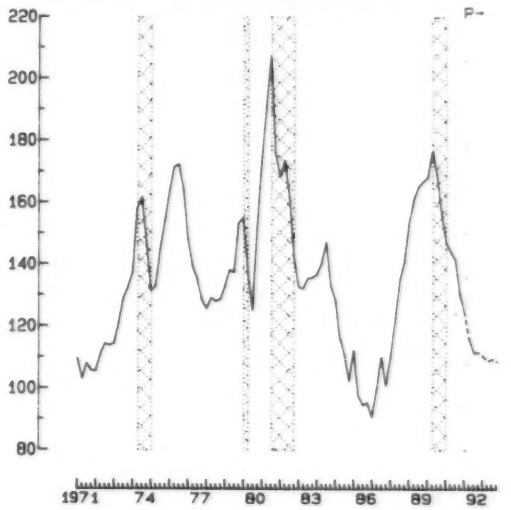
### CANADA

Les discussions persistantes relatives à la structure constitutionnelle du Canada représentent encore un élément d'incertitude pour les perspectives économiques et financières. Toutefois, l'impact est difficile, sinon impossible à quantifier. La prévision actuelle suppose donc que l'évolution de la situation n'occasionnera pas de changement fondamental du comportement à court terme des investisseurs, des ménages ou des entreprises, au Québec ni ailleurs au Canada.

Compte tenu de cette hypothèse, les choix en matière de politique économique auront une importance capitale pour le scénario adopté. L'objectif avoué des autorités monétaires est l'atteinte des cibles d'inflation retenues il y a un an. À ce chapitre, les développements récents indiquent que les hausses de prix seront vraisemblablement inférieures à la borne fixée pour la fin de l'année, laissant ainsi une marge de manoeuvre considérable à la banque centrale. La faiblesse de l'activité au Canada a d'ailleurs incité la banque centrale à favoriser des conditions monétaires plus souples.

La politique monétaire influence l'activité et ce, par l'entremise des taux d'intérêt à court terme et du taux de change. L'indice des conditions monétaires, qui vise à quantifier l'incidence de ces deux variables, indique à quel point la politique monétaire a été assouplie depuis deux ans. Compte tenu de l'évolution récente de l'inflation, il est probable que le biais des autorités canadiennes demeurera expansionniste, tant que l'économie affichera une tenue aussi faible.

Figure 1
Indice des conditions monétaires




Les régions hachurées correspondent à des périodes de récession.
Source : La Caisse.

La politique budgétaire a cependant moins favorisé la reprise en raison des déséquilibres des finances publiques fédérales et provinciales. Les ministres des Finances provinciaux ont ainsi adopté des budgets généralement restrictifs en dépit de la conjoncture difficile. Le virage a été particulièrement brusque en Ontario où la détérioration sans précédent s'est traduite par une baisse de l'évaluation des titres de cette province par les agences de crédit. Notons néanmoins que le gouvernement central a

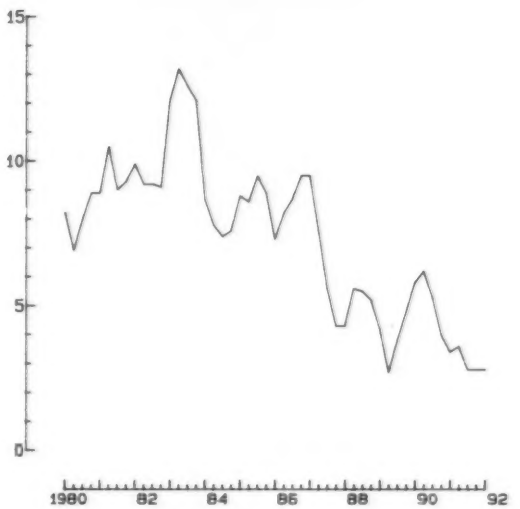
déposé un budget fédéral moins restrictif que celui de l'an dernier et qu'il a offert une stimulation supplémentaire au marché de l'habitation en modifiant les conditions d'admissibilité à l'assurance-hypothèque et en permettant l'utilisation des fonds accumulés dans les régimes d'épargne-retraite pour l'achat de maisons. Ces mesures semblent avoir donné un nouveau souffle au secteur de l'habitation, sans pour autant exiger de nouveaux débours de fonds publics.

Au Québec, l'élargissement de l'assiette de la taxe de vente du Québec (TVQ) à un taux réduit aura une incidence moins grande sur les prix et l'activité que si le taux de 8% avait été maintenu. Le recours des administrations publiques à la taxation indirecte a d'ailleurs nettement diminué cette année, ce qui aura des répercussions favorables sur l'évolution des indices de prix. À mesure que la reprise prendra de l'ampleur, il sera d'ailleurs moins nécessaire d'utiliser de telles mesures grâce à l'amélioration cyclique des finances publiques. Le frein à la croissance qu'exerce la politique budgétaire canadienne deviendra donc progressivement de moindre envergure.

## ÉTATS-UNIS

Aux États-Unis, l'engagement du conseil de la Réserve fédérale à assurer une accélération de la croissance en cette année d'élections tranche avec la préoccupation dominante que représente l'inflation pour la Banque du Canada. L'influence de la Réserve fédérale sur l'activité s'exerce surtout par des modifications aux taux d'escompte ou des fonds fédéraux. Or, on a choisi de réagir de façon ponctuelle à l'activité, ce qui s'est traduit par des baisses régulières des taux d'intérêt en 1991. En avril 1992, alors que la reprise semblait déjà amorcée, la banque centrale a choisi d'assouplir de nouveau sa politique, afin d'éviter que cette reprise ne s'essouffle comme l'an dernier. Dans le contexte actuel, la Réserve fédérale choisira sans doute de faire preuve d'un biais expansionniste car le risque d'une reprise prochaine de l'inflation semble minime. Elle sera d'autant plus susceptible de permettre des baisses de taux d'intérêt que la croissance monétaire a été lente. En effet, cet agrégat, qui ne progresse que très lentement depuis le début de l'année, s'est avéré un bon indicateur de l'évolution de l'économie et de l'inflation dans le passé.

Figure 2
Masse monétaire (M2)
(variation annuelle en pourcentage)




Source : Wharton Econometric Forecasting Associates.

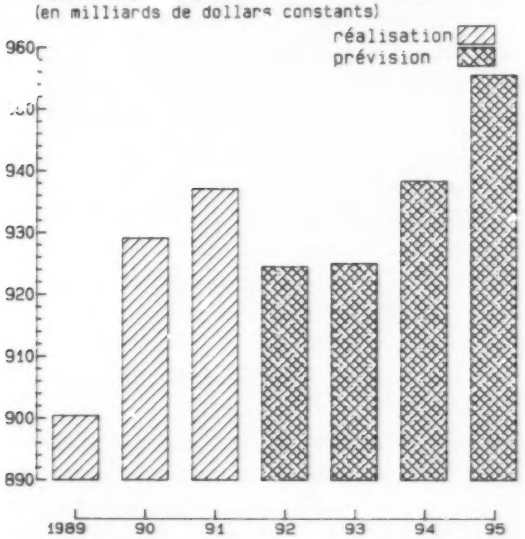
L'impact restrictif sur la croissance de la situation financière précaire de plusieurs institutions financières constitue un aspect particulier de la conjoncture. Selon une enquête menée par la Réserve fédérale, ce problème a entraîné une réduction de l'offre de crédit bancaire et parabancaire, entravant ainsi l'activité dans le domaine de l'habitation et de l'immobilier, tout en limitant l'accès des petites et des moyennes entreprises au crédit. Cependant, selon la dernière enquête, la restructuration de certaines institutions financières aurait atténué le problème.

L'énorme endettement des ménages aura été une autre entrave à la croissance. Cependant,

il semble plausible que cela soit devenu moins contraignant dans le contexte d'un remboursement important de la dette depuis deux ans et de la baisse prononcée des taux d'intérêt.

Certaines difficultés structurelles continuent toutefois de limiter la croissance. Mentionnons en particulier l'offre excédentaire dans le secteur immobilier, la réduction massive

Figure 3
Dépenses publiques en biens et services
(en milliards de dollars constants)




Sources : Wharton Econometric Forecasting Associates et la Caisse.

des dépenses militaires, les déséquilibres budgétaires de certains États et municipalités et les pépins financiers de plusieurs institutions parabancaires. Par conséquent, la croissance risque de demeurer inférieure à celle qu'auraient normalement soutenu les politiques économiques et ce, pour un certain temps encore.

La politique budgétaire fédérale sera légèrement expansionniste en 1992 à la suite de certaines mesures annoncées par le Président Bush en début d'année. Cependant, plusieurs des mesures adoptées sont ponctuelles et auront un effet restrictif sur l'activité l'an prochain. Dans la mesure où la reprise sera alors bien amorcée, cet impact sera toutefois secondaire, d'autant plus que les sommes visées sont peu élevées. En 1992, par contre, l'effet légèrement expansionniste se produit en dépit de la réduction des dépenses militaires. Cette réduction aura cependant une incidence appréciable sur l'activité dans certaines régions tributaires de l'industrie de la défense, car elles devront modifier leur structure industrielle afin de se conformer à cette nouvelle réalité.

Sur le plan des administrations locales, la crise budgétaire a amené des réductions non négligeables des dépenses et a occasionné certaines hausses de taxes. La situation financière de ces administrations n'est pas encore tout à fait rétablie, ce qui aura une incidence restrictive sur l'activité. Toutefois, leurs bilans se sont améliorés depuis un an et elles adopteront graduellement des politiques plus souples qui viendront éventuellement amplifier la croissance. À court terme, l'augmentation des dépenses publiques demeurera très lente, entravant ainsi la reprise. C'est toutefois le recul important des taux d'intérêt depuis deux ans qui influencera le plus l'évolution de l'économie américaine.

## CONTEXTE INTERNATIONAL

### ALLEMAGNE

La Bundesbank conserve son engagement à réduire, voire éliminer, les pressions inflationnistes. Elle a donc maintenu et même haussé les taux d'intérêt afin de contenir les pressions qui continuent de se manifester sur les prix. Dans le contexte du système monétaire européen, cette attitude a imposé une contrainte aux partenaires de l'Allemagne car ils auraient préférer donner un nouveau souffle à leur économie, plutôt que de suivre la politique allemande. Malheureusement pour eux, il ne faut d'ailleurs pas prévoir d'assouplissement important en Allemagne

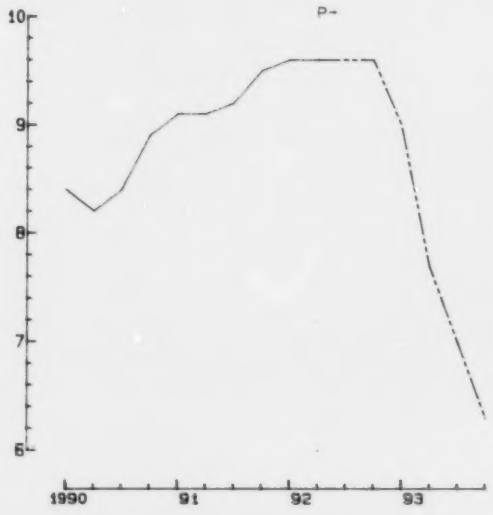
avant l'an prochain. En effet, la croissance monétaire dépasse grandement les cibles de la banque centrale, les pressions salariales demeurent intenses, comme en témoignent les difficultés entourant les négociations salariales des derniers mois, et l'inflation tarde à se résorber.

Cette discipline monétaire, conjuguée au resserrement budgétaire de 1991 visant à défrayer les coûts de l'unification, commence à avoir un impact sur la croissance. Après quatre années de croissance exceptionnelle, la progression du produit national brut sera inférieure à 1% en 1992 et ce, pour la première fois depuis 1982, en raison de la faiblesse de la demande globale imputable aux choix en matière de politique économique.

Malgré ce ralentissement prononcé, l'Allemagne ne passera que de la surchauffe à un niveau d'activité moyen, ce qui n'exercera que peu de pressions à la baisse sur les prix. Néanmoins, l'augmentation de l'indice des prix à la consommation de 4,8% sur un an exagère nettement l'ampleur du problème. En effet, l'entrée en vigueur de certaines taxes en juillet 1991 aura eu un effet passager marqué sur cet indicateur. La tendance sous-jacente de l'inflation semble inférieure à 3,5% et elle diminuera lentement dans le contexte léthargique qui est prévu.

Compte tenu des pressions politiques internes et externes que subit la Bundesbank, il est probable qu'elle choisira de se satisfaire de cette tendance plus favorable et qu'elle assouplira considérablement sa politique en 1993. La politique monétaire est d'ailleurs le seul instrument qu'ont les autorités allemandes pour faire redémarrer l'économie. En effet, le coût de l'unification aura occasionné une telle détérioration de la situation budgétaire qu'il est devenu impensable d'utiliser la politique fiscale à des fins expansionnistes. L'élimination de la surtaxe temporaire le 1er juillet n'aura pas d'incidence durable sur la croissance car elle sera suivie de nouvelles taxes indirectes au début de 1993. D'ailleurs, la politique budgétaire sera plutôt restrictive en 1993 et en 1994.

Figure 4
Taux à court terme en Allemagne
(en pourcentage)




Sources : Wharton Econometric Forecasting Associates et la Caisse.

L'assouplissement monétaire prévu sera néanmoins suffisant pour susciter une reprise d'ici un an, reprise qui se poursuivra en 1994. L'inflation, purgée des effets temporaires des taxes, se situera alors en légère baisse, aux environs de 3%, alors que les taux à court terme auront perdu 300 points centésimaux. Toutefois, le principal risque de ce scénario est celui d'une intervention encore plus tardive de la banque centrale (et d'une économie qui végète plus longtemps que prévu) afin d'obtenir de meilleurs résultats en matière d'inflation. D'ailleurs, il ne faut pas exclure de nouvelles hausses temporaires des taux à court terme, étant donné le rythme effréné de la croissance monétaire des derniers mois.

Cette analyse traite surtout de la conjoncture dans l'ancienne Allemagne de l'Ouest, car les statistiques économiques s'appliquant aux deux régions ne sont toujours pas combinées.

Dans l'ancienne Allemagne de l'Est, la reprise semble enclenchée à la suite du repli catastrophique de l'activité qui résulte de l'élimination des activités non concurrentielles. Depuis un certain temps, l'investissement et la croissance semblent reprendre, mais il faudra encore de nombreuses années avant que les niveaux d'activité des deux régions convergent.

## FRANCE

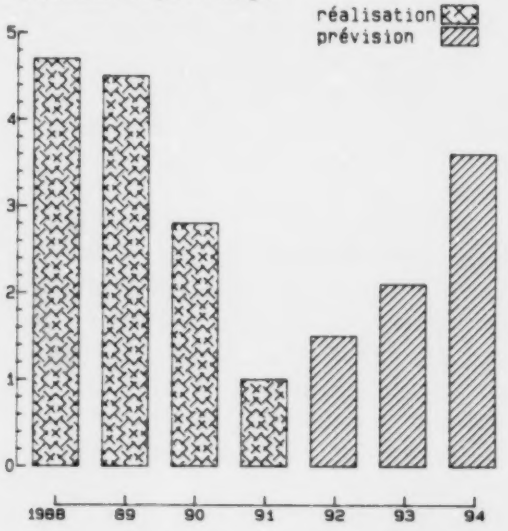
La croissance en France est médiocre depuis deux ans, ce qui a occasionné une hausse importante du chômage. Ce résultat découle de la politique du *franc fort*, qui a amené la Banque de France à suivre la politique financière allemande alors que l'économie française ne bénéficiait pas autant que celle de l'Allemagne de l'augmentation de la demande extérieure liée à l'unification. En même temps, le gouvernement a choisi de ne pas trop recourir à la politique budgétaire pour soutenir la demande.

Par ailleurs, les meilleurs résultats en matière d'inflation lui ont récemment permis d'adopter une politique monétaire un peu plus souple que celle de l'Allemagne. Il est également probable que le gouvernement sera tenté d'avoir recours à la politique budgétaire pour faire redémarrer l'économie à l'approche des élections législatives. Cependant, le vrai coup de barre en matière de politique économique ne viendra qu'avec le changement de cap à Francfort.

Par conséquent, la croissance demeurera peu vigoureuse toute l'année. Ce n'est qu'en 1993 que l'économie prendra son envol. Étant donné que la stimulation sera légèrement plus prononcée qu'en Allemagne et que l'activité aura été déprimée plus longtemps, la reprise sera également un peu plus forte.

L'inflation sous-jacente, qui est actuellement légèrement supérieure à 3%, diminuera graduellement au cours des prochaines années. L'écart entre les taux d'intérêt allemands et français demeurera relativement faible dans un contexte historique. Il est peu probable, toutefois, que les taux à long terme en France s'établissent en deçà des taux allemands malgré les meilleurs résultats en matière d'inflation.

Figure 5
Croissance économique en France
(variation en pourcentage)




Sources : Wharton Econometric Forecasting Associates et la Caisse.

Le principal risque de la prévision proviendrait de la décision de l'Allemagne de retarder son assouplissement monétaire. Dans ce contexte, le gouvernement aurait le choix entre une activité qui demeure léthargique plus longtemps et une remise en question des parités au sein du système monétaire européen. L'hypothèse retenue veut que la France opte pour le maintien du franc à son niveau actuel, ce qui remettrait donc la reprise à plus tard.

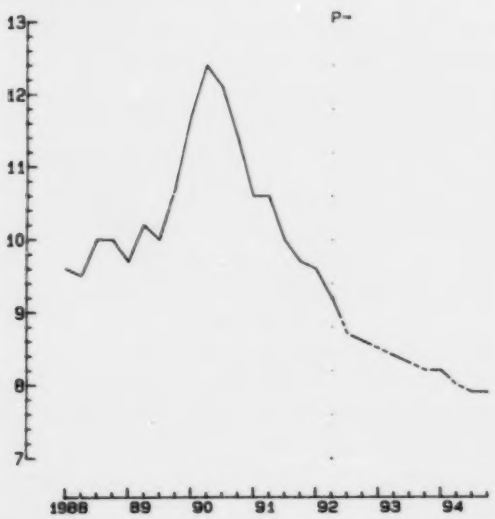
## ROYAUME-UNI

Le Royaume-Uni se démarque nettement du reste de l'Europe. En effet, il a connu une grave récession, sa politique monétaire a été

considérablement assouplie malgré son appartenance au système monétaire européen et la politique budgétaire qu'il a adoptée en début d'année était expansionniste. Par contre, la récession a mis en évidence certains problèmes structurels, un peu comme en Amérique du Nord, notamment au chapitre de l'immobilier, mais également en ce qui a trait à l'évolution des salaires qui progressent encore beaucoup plus rapidement qu'à l'étranger. Par conséquent, la reprise pourrait être plus lente que d'habitude.

Néanmoins, les choix en matière de politique économique devraient bientôt permettre une reprise, d'autant plus que les investisseurs tant britanniques qu'étrangers ont très bien accueilli la réélection d'un gouvernement conservateur majoritaire au printemps. L'accroissement de la confiance a permis une baisse des taux d'intérêt ainsi qu'une remontée considérable du marché boursier et de la livre. La contrainte qu'imposait le système monétaire est devenue moins préoccupante.

Figure 6
Taux à long terme au Royaume-Uni
(en pourcentage)




Sources : Wharton Econometric Forecasting Associates et la Caisse.

Ainsi, la reprise de la croissance semble imminente, même si les problèmes structurels intérieurs et la conjoncture défavorable en Europe continentale viendront la contenir. Compte tenu de l'ampleur de la récession, et malgré les prévisions de croissance plus rapide qu'ailleurs en Europe, la sous-utilisation des ressources demeurera importante, comme en témoigne la prévision d'un taux de chômage élevé cette année, en 1993 et en 1994.

Par conséquent, l'inflation continuera de se résorber rapidement, permettant ainsi de nouvelles baisses des taux d'intérêt, surtout lorsque l'Allemagne sera en mesure d'adopter une politique monétaire plus expansionniste. Les taux d'intérêt à court et à long terme demeureront plus élevés qu'en Allemagne, car il faudra du temps aux Britanniques pour convaincre les investisseurs que leur engagement en matière d'inflation se compare à celui de la Bundesbank.

## JAPON

Au Japon, la politique monétaire est expansionniste depuis un certain temps. Les taux à court terme ont baissé de 300 points centésimaux par rapport à l'an dernier. De plus, du côté budgétaire, le gouvernement central a annoncé un devancement de certaines dépenses publiques afin de faire redémarrer l'économie. Néanmoins, le secteur industriel semble actuellement s'enliser et la reprise ne semble pas imminente.

Ce contexte découle de certains problèmes structurels et conjoncturels. Sur le plan conjoncturel, le repli de la demande a été plus prononcé que prévu, si bien que l'on assiste présentement à une correction des stocks qui entravera la croissance pendant quelques mois encore. L'investissement, qui a connu un essor exceptionnel, est en voie de plafonner et même de diminuer dans le contexte d'une demande chancelante et de l'accès réduit au financement boursier.

# LE SCÉNARIO DE RÉFÉRENCE

Tableau 2
Scénario de référence - Contexte international
Principaux éléments de prévision (1)

| | | 1989R | 1990R | 1991R | 1992E | 1993 | 1994 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | JAPON | | | | | | |
| 1 | Demande intérieure finale | 5,6 | 5,8 | 3,0 | 1,5 | 3,6 | 5,0 |
| 2 | Produit national brut | 4,8 | 5,3 | 4,4 | 1,7 | 4,1 | 4,9 |
| 3 | Indice des prix à la consommation | 2,3 | 3,1 | 3,3 | 2,4 | 2,2 | 2,2 |
| 4 | Taux de chômage | 2,2 | 2,1 | 2,1 | 2,3 | 2,3 | 2,1 |
| 5 | Taux d'intérêt à court terme (2) | 6,6 | 8,3 | 6,2 | 4,3 | 4,4 | 4,6 |
| 6 | Taux d'intérêt à long terme (3) | 5,5 | 7,6 | 5,8 | 5,4 | 5,2 | 5,0 |
| | ALLEMAGNE | | | | | | |
| 7 | Demande intérieure finale | 2,3 | 5,1 | 3,1 | 1,0 | 2,0 | 3,2 |
| 8 | Produit national brut | 3,8 | 4,7 | 3,1 | 0,8 | 1,8 | 3,5 |
| 9 | Indice des prix à la consommation | 2,8 | 2,7 | 3,5 | 4,0 | 3,8 | 3,1 |
| 10 | Taux de chômage | 7,9 | 7,2 | 6,3 | 6,5 | 7,1 | 6,8 |
| 11 | Taux d'intérêt à court terme (2) | 8,2 | 8,9 | 9,5 | 9,6 | 6,3 | 6,3 |
| 12 | Taux d'intérêt à long terme (3) | 7,2 | 9,0 | 8,3 | 7,6 | 7,4 | 7,3 |
| | FRANCE | | | | | | |
| 13 | Demande intérieure finale | 4,1 | 3,3 | 0,7 | 1,8 | 2,5 | 3,5 |
| 14 | Produit intérieur brut (4) | 4,5 | 2,8 | 1,0 | 1,5 | 2,1 | 3,6 |
| 15 | Indice des prix à la consommation | 3,5 | 3,4 | 3,1 | 3,1 | 2,8 | 2,5 |
| 16 | Taux de chômage | 9,4 | 8,9 | 9,4 | 10,2 | 10,7 | 10,5 |
| 17 | Taux d'intérêt à court terme (2) | 10,5 | 10,1 | 9,6 | 9,9 | 6,8 | 6,8 |
| 18 | Taux d'intérêt à long terme (3) | 9,0 | 10,1 | 8,8 | 8,1 | 7,8 | 7,6 |
| | ROYAUME-UNI | | | | | | |
| 19 | Demande intérieure finale | 2,2 | 1,0 | -2,1 | 0,4 | 2,9 | 3,3 |
| 20 | Produit intérieur brut (5) | 1,7 | 0,5 | -2,2 | 0,6 | 2,9 | 3,4 |
| 21 | Indice des prix à la consommation | 7,8 | 9,5 | 5,9 | 4,2 | 3,3 | 2,8 |
| 22 | Taux de chômage | 6,3 | 5,8 | 8,1 | 9,6 | 9,5 | 9,1 |
| 23 | Taux d'intérêt à court terme (2) | 15,1 | 13,9 | 10,6 | 9,9 | 6,8 | 6,8 |
| 24 | Taux d'intérêt à long terme (3) | 10,7 | 11,4 | 9,7 | 8,6 | 8,2 | 7,9 |

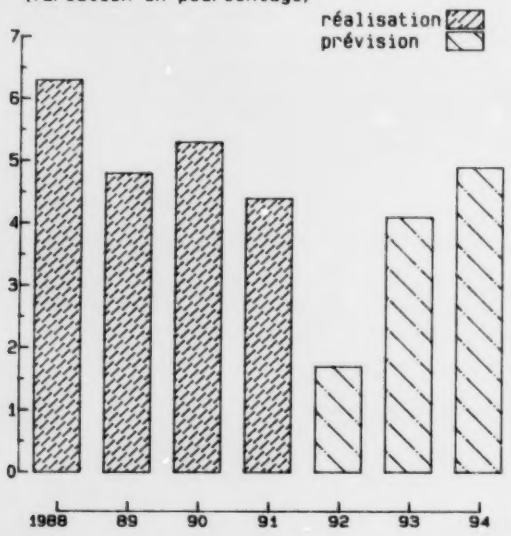
R : réalisé E : estimé

1- Tous les chiffres représentent des variations en pourcentage par rapport à l'année précédente, sauf indication contraire.
2- Taux offerts sur le marché interbancaire de Londres, au quatrième trimestre.
3- Obligations gouvernementales à échéance de 10 ans et plus, taux au quatrième trimestre.
4- Produit intérieur brut marchand.
5- Produit intérieur brut au coût des facteurs, mesure moyenne.

Sources : historique : Wharton Econometric Forecasting Associates.
prévision : Direction des études économiques, Caisse de dépôt et placement du Québec.

La chute considérable de la bourse a également eu une incidence importante sur la disponibilité du crédit bancaire, car elle a réduit l'avoir propre des banques à un niveau qui menace les ratios minimaux faisant l'objet d'ententes internationales. Ces problèmes financiers font connaître au Japon une transition qui laisse entrevoir une reprise plus tardive et plus lente que par le passé. Dans ce cas, il est probable, toutefois, que le gouvernement adopte des politiques budgétaires encore un peu plus expansionnistes à l'automne et que leur impact se fera sentir en même temps que la fin de la liquidation des stocks. C'est d'ailleurs à ce moment que l'économie réagira aux baisses récentes de taux d'intérêt et à leur plus ample réduction attendue sous peu.

Figure 7
Croissance économique au Japon
(variation en pourcentage)




Sources : Wharton Econometric Forecasting Associates et la Caisse.

La croissance globale sera décevante en 1992 et éliminera la surchauffe qu'a connue le marché du travail. Toutefois, les niveaux d'activité ne s'éloigneront pas trop de la tendance à long terme de l'économie et les pressions à la baisse sur le taux d'inflation seront minimes. L'économie devrait reprendre son cours normal à compter du début de 1993, affichant une croissance trimestrielle supérieure à 4% ainsi que des taux de chômage et d'inflation relativement faibles.

## LE PÉTROLE

Les marchés mondiaux du pétrole sont demeurés relativement stables au cours des derniers trimestres. Toutefois, on a pu observer de légères baisses de prix au quatrième trimestre de 1991 et au premier trimestre de 1992. Une croissance de la demande plus faible que prévu, une production des pays de l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP) supérieure aux quotas établis en février 1992, l'augmentation progressive de la production du Koweit, le retour de l'Irak sur les marchés d'exportation et le maintien des exportations de la Communauté des États Indépendants (C.E.I.) à des niveaux plus élevés que prévu expliquent ce relâchement des prix. Cependant, des signes de reprise aux États-Unis, le manque de conviction quant à l'imminence du retour du pétrole irakien sur les marchés et la faible réduction de la production de l'OPEP ont permis une légère remontée du prix au deuxième trimestre de 1992. À l'heure actuelle, les marchés pétroliers sont presque en équilibre.

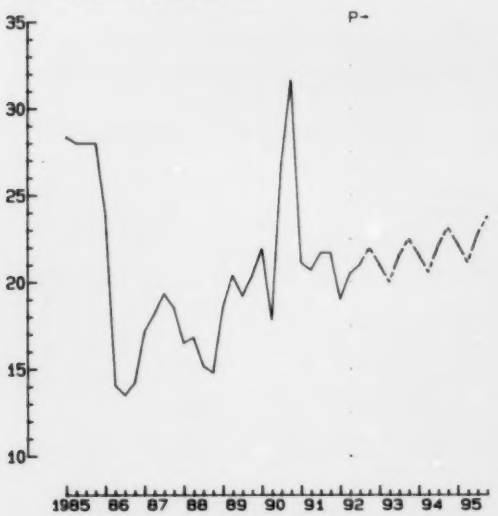
Par ailleurs, le prix du pétrole pourrait demeurer ferme durant la deuxième moitié de 1992. En effet, l'Agence internationale de l'énergie s'attend à ce que la demande mondiale de pétrole augmente de 3 millions de barils par jour au cours des six derniers mois de 1992. Les marchés seront donc en mesure d'absorber la production supplémentaire du Koweit sans trop de difficulté. Elle passera de 0,9 à 1,5 million de barils par jour au cours de la même période. En outre, de nombreuses incertitudes sur le plan politique sont susceptibles de faire augmenter le prix du pétrole : crise politique en Algérie, sanctions contre la Libye et l'Irak, incidents frontaliers entre l'Arabie Saoudite et le Yémen, tensions

politiques dans de nombreuses républiques de la C.E.I. En moyenne, le prix du baril de pétrole West Texas Intermediate (W.T.I.) devrait être légèrement supérieur à 20 $ US en 1992.

À moyen terme, le prix du pétrole augmenterait à peu près au même rythme que l'inflation mondiale, si bien que le prix réel du baril de pétrole W.T.I. se maintiendrait à 20 $ US, en dollars de 1991. Ce scénario découle d'une faible croissance de la demande mondiale et surtout d'une nette augmentation de la capacité de production de l'OPEP au cours des prochaines années.

En outre, il ne faudrait pas s'étonner de voir le prix du pétrole s'affaiblir plus que prévu

Figure 8
Prix du pétrole
West Texas Intermediate
(en dollars US le baril)




Sources : Wharton Econometric Forecasting Associates et la Caisse.

car les risques de production élevée de l'OPEP et de demande mondiale plus faible sont toujours présents. À plus long terme, les contraintes associées à la protection de l'environnement occasionneront vraisemblablement une réduction graduelle de la consommation des produits pétroliers et freineront ainsi la hausse des prix.

## LES MATIÈRES PREMIÈRES NON ÉNERGÉTIQUES

Une hausse même légère de l'offre des matières premières dans le contexte de recul de l'activité industrielle mondiale peut faire baisser les prix sensiblement. C'est ce qui s'est produit en 1991. L'indice des prix des produits primaires de la Banque de Nouvelle-Écosse, excluant l'énergie, a reculé de plus de 9% l'an dernier. Historiquement, les prix réels des matières premières se retrouvent à l'un de leurs plus faibles niveaux. Ils devraient rebondir cette année, grâce en bonne partie à la reprise aux États-Unis. Toutefois, plusieurs facteurs continueront d'avoir une influence plus ou moins favorable sur certains prix en 1992.

Les prix dans le secteur agricole bénéficieraient de l'augmentation des exportations de produits alimentaires vers les pays de la C.E.I. Le niveau fort déprécié des stocks céréaliers aux États-Unis intensifiera aussi les pressions en 1992. Les prix des principaux produits agricoles canadiens destinés à l'exportation se sont d'ailleurs accrus d'environ 10% depuis un an.

Les prix de certains produits primaires industriels se sont eux aussi raffermis depuis le début de l'année. Ainsi, ceux des métaux primaires ont rebondi d'environ 5% par rapport à leur creux du quatrième trimestre. L'arrêt temporaire des exportations d'aluminium et de nickel des républiques de l'ancienne Union soviétique, de la Russie et de l'Ukraine en particulier, a occasionné une légère hausse des prix au premier trimestre. La fermeture de certaines alumineries en Amérique du Nord et en Europe a également assaini ce marché. Cependant, le marché de l'aluminium demeure vulnérable au rétablissement des exportations de la C.E.I. et au démarrage de nouvelles capacités de production en 1992, notamment au Québec. Ces dernières contrebalanceront les fermetures

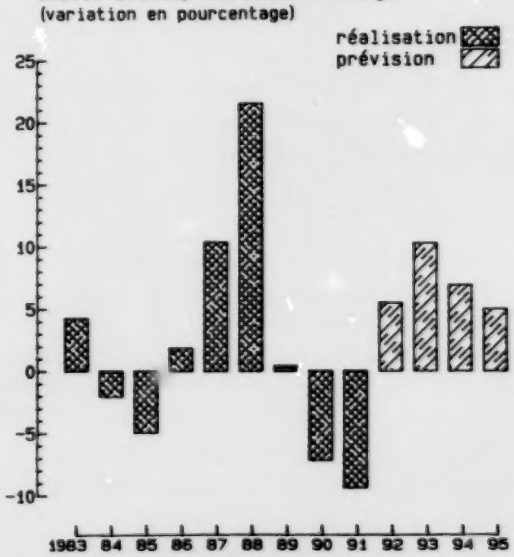
déjà annoncées. Par conséquent, on ne prévoit aucune augmentation sensible du prix de l'aluminium cette année. Il augmenterait graduellement à partir de 1993, dans le contexte d'une demande mondiale plus forte. Le prix du nickel pourrait, quant à lui, fléchir de nouveau en 1992, à moins que la production d'acier inoxydable ne s'accélère en Asie, ou que la baisse des livraisons de la C.E.I. ne dure plus longtemps que prévu. Par ailleurs, le prix du cuivre a été stable depuis le début de l'année et le marché pourrait se raffermir davantage en 1992 en raison de la reprise que connaît le secteur de la construction résidentielle aux États-Unis et des graves problèmes politiques et économiques qui secouent actuellement le Zaïre et la Zambie, deux importants producteurs de ce métal. Le prix du cuivre devrait aussi augmenter à moyen terme, car les pressions reliées à l'environnement ralentiront l'implantation de nouvelles fonderies. Enfin, le prix du zinc s'est également apprécié de plus de 10% depuis le début de 1992, en raison de la fermeture de plusieurs fonderies en Europe et de la possibilité de grèves au Canada. La progression des prix devrait se poursuivre l'an prochain, compte tenu de la reprise de l'activité industrielle globale prévue en 1993.

Malgré l'évolution récente, les prix des métaux de base ne devraient pas augmenter substantiellement cette année. Leur croissance pourrait toutefois s'accélérer à partir de 1993 si la reprise prend de l'ampleur et si les producteurs occidentaux poursuivent leurs activités de rationalisation.

Bien que l'année 1991 ait été désastreuse pour les fabricants de produits forestiers, leur situation devrait s'améliorer graduellement. La chute du prix du papier journal ainsi que l'appréciation du dollar canadien ont forcé la fermeture de plusieurs usines au Canada. D'autres fermetures sont à prévoir à court terme, notamment au Canada et en Europe du Nord. Les taux d'utilisation des producteurs nord-américains devraient retrouver des niveaux plus habituels. La diminution des stocks mondiaux de papier est un autre élément favorable au rétablissement du prix en 1992. De plus, avec la reprise, le nombre de pages publicitaires devrait augmenter.

La situation des producteurs de pâte de bois semble elle aussi moins préoccupante. La production a diminué en 1991 et les producteurs ont liquidé une partie de leurs stocks. Le prix de la pâte pourrait augmenter en moyenne de 4% dès cette année, puis d'environ 12% en 1993 dans le cadre d'une reprise de l'activité industrielle. Par contre, le prix du bois de sciage est déjà à la hausse depuis le début de l'année. La faiblesse des stocks et la reprise de la construction résidentielle aux États-Unis se sont traduites par des augmentations de prix appréciables. L'imposition, par les États-Unis, de droits de douane compensateurs sur le bois d'oeuvre ne semble pas avoir touché outre mesure les producteurs canadiens. En effet, la vigueur de la demande leur a permis jusqu'à présent de refiler cette taxe aux consommateurs.

Figure 9
Prix des matières premières
Indice Scotia, excluant l'énergie
(variation en pourcentage)




Sources : Banque Scotia et la Caisse.

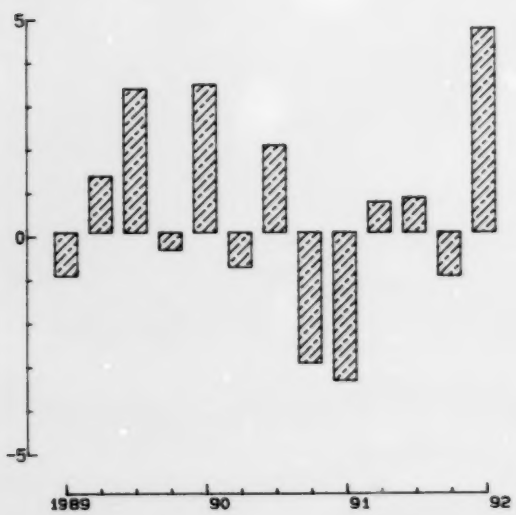
Dans l'ensemble, la situation des stocks et de l'offre de matières premières annonce des augmentations de prix en 1992 qui seraient faibles dans le contexte d'une reprise limitée à l'Amérique du Nord et au Royaume-Uni. Le raffermissement des prix des produits agricoles et de certaines matières industrielles devrait mener à une hausse moyenne de l'ensemble des prix d'environ 5% en 1992. En 1993, une croissance plus généralisée de la demande pourrait permettre des augmentations supérieures à 10%. L'évolution prévue demeure compatible avec une progression lente de l'inflation globale.

# ÉTATS-UNIS

## L'ÉVOLUTION RÉCENTE

Depuis le début de 1992, l'activité a finalement commencé à réagir favorablement à la baisse prononcée des taux d'intérêt. Certains facteurs exceptionnels ont également fait gonfler la demande en début d'année : notons plus précisément la température très clémente et les mesures administratives visant à accélérer les remboursements d'impôt et à réduire les déductions à la source. Outre la vigueur de la consommation, le secteur de l'habitation a été particulièrement ferme au début de 1992. La progression de 4,7% de la demande intérieure finale au premier trimestre a étonné les fabricants et les commerçants, occasionnant une liquidation des stocks nettement plus forte que prévu. Par conséquent, la production ne s'est accrue que de 2,4%.

Figure 10
Demande intérieure finale
(croissance trimestrielle annualisée)




Source : Wharton Econometric Forecasting Associates.

Étant donné que la reprise a pris beaucoup de temps à se manifester, l'évolution des prix et des salaires a continué à connaître des hausses relativement faibles. C'est dans ce contexte que la Réserve fédérale a choisi de réduire davantage son taux cible sur les fonds fédéraux. Elle tient à éviter que la reprise ne s'essouffle comme l'an dernier car elle ne s'inquiète pas de l'évolution prochaine des prix. En effet, quelle que soit la mesure utilisée, il y a de toute évidence une offre excédentaire aux États-Unis. Le taux de chômage (7,5%) est passablement plus élevé que le taux normalement associé au plein-emploi (environ 5,7%) et le taux d'utilisation de la capacité manufacturière (77,7%) est beaucoup plus faible que le taux auquel apparaissent les premiers signes de pressions inflationnistes (82%). Enfin, il semble exister un écart de 4% entre l'activité courante telle qu'elle est mesurée par le produit intérieur brut et son niveau normal ou moyen.

## LA DEMANDE INTÉRIEURE

L'assouplissement monétaire important qui a déjà eu lieu et la stimulation fiscale modeste en début d'année auraient normalement suffi à produire une reprise assez classique aux États-Unis, caractérisée par une nette augmentation de la demande intérieure. Alors qu'une reprise se traduit généralement par une progression de la demande intérieure de

## LE SCÉNARIO DE RÉFÉRENCE - ÉTATS-UNIS

Tableau 3
Scénario de référence - États-Unis
Évolution conjoncturelle (1)

| | | 92:1R | 92:2 | 92:3 | 92:4 | 93:1 | 93:2 | 1992E | 1993 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | Principaux agrégats de la demande en dollars constants | | | | | | | |
| 1 | Consommation | 5,4 | 1,9 | 3,9 | 3,8 | 3,2 | 2,9 | 2,8 | 3,3 |
| 2 | Construction résidentielle | 8,4 | 34,6 | 9,9 | 10,7 | 14,0 | 8,8 | 14,0 | 11,6 |
| 3 | Formation brute de capital fixe | 1,8 | 0,8 | 2,3 | 4,4 | 7,1 | 7,1 | -0,2 | 5,6 |
| 4 | Dépenses gouvernementales en biens et services | 3,1 | -2,5 | -1,0 | -0,5 | 0,3 | 0,7 | -1,3 | 0,1 |
| 5 | Exportations | -0,9 | 3,0 | 2,2 | 1,6 | 3,1 | 5,8 | 4,5 | 4,0 |
| 6 | Importations | -0,2 | 6,9 | 6,3 | 6,2 | 6,6 | 6,9 | 6,2 | 7,0 |
| 7 | Exportations nettes (milliards $ 1987) | -22,3 | -27,9 | -33,9 | -40,7 | -46,1 | -48,4 | -31,2 | -50,2 |
| 8 | Variation des stocks (milliards $ 1987) | -18,4 | -0,8 | 9,3 | 15,7 | 22,0 | 27,3 | 1,5 | 28,5 |
| 9 | Produit intérieur brut | 2,4 | 3,0 | 3,4 | 3,3 | 3,6 | 3,5 | 2,2 | 3,4 |
| | | Valeurs de référence et prix | | | | | | | |
| 10 | Produit intérieur brut (milliards $) | 5818 | 5916 | 6026 | 6129 | 6225 | 6318 | 5972 | 6368 |
| 11 | Exportations nettes (milliards $) | -28 | -35 | -44 | -58 | -69 | -76 | -41 | -85 |
| 12 | Taux de change pondéré (mars 1973 = 100) | 88,2 | 88,7 | 91,0 | 92,5 | 92,5 | 92,5 | 90,1 | 91,6 |
| 13 | Mises en chantier (milliers) | 1260 | 1230 | 1316 | 1367 | 1402 | 1439 | 1293 | 1448 |
| 14 | Indice des prix à la consommation | 2,9 | 3,7 | 4,2 | 3,9 | 3,0 | 2,6 | 3,3 | 3,3 |
| | | Revenus, coûts et bénéfices | | | | | | | |
| 15 | Revenu personnel disponible (milliards $) | 4345 | 4413 | 4485 | 4557 | 4630 | 4701 | 4450 | 4739 |
| 16 | Revenu personnel disponible réel | 3,7 | 2,6 | 2,5 | 2,5 | 3,5 | 3,6 | 2,2 | 3,0 |
| 17 | Taux d'épargne (%) | 4,9 | 5,1 | 4,8 | 4,5 | 4,6 | 4,8 | 4,8 | 4,7 |
| 18 | Taux de chômage (%) | 7,2 | 7,1 | 7,1 | 6,9 | 6,8 | 6,7 | 7,1 | 6,6 |
| 19 | Emploi | 1,4 | 1,6 | 1,6 | 1,7 | 1,8 | 1,9 | 0,9 | 1,8 |
| 20 | Productivité | 1,0 | 1,5 | 1,8 | 1,6 | 1,7 | 1,5 | 1,3 | 1,6 |
| 21 | Coûts unitaires | -1,9 | -1,0 | -0,6 | -0,4 | 0,7 | 0,4 | -0,7 | 0,1 |
| 22 | Profits avant impôts (milliards $) | 340 | 355 | 370 | 383 | 388 | 394 | 362 | 397 |
| 23 | Profits avant impôts | 33,5 | 19,5 | 17,9 | 14,7 | 5,1 | 6,5 | 15,9 | 9,7 |
| 24 | Taux de profit (%) (2) | 7,3 | 7,5 | 7,7 | 7,8 | 7,8 | 7,8 | 7,6 | 7,8 |
| | | Secteur gouvernemental | | | | | | | |
| 25 | Solde : gouvernement fédéral (milliards $) | -285 | -246 | -249 | -249 | -248 | -249 | -257 | -248 |
| 26 | Solde : gouvernement fédéral (en % du P.I.B.) | -4,9 | -4,2 | -4,1 | -4,1 | -4,0 | -3,9 | -4,3 | -3,9 |
| | | Taux d'intérêt | | | | | | | |
| 27 | Taux des bons du Trésor 3 mois (%) (3) | 3,9 | 3,6 | 3,7 | 3,9 | 4,2 | 4,3 | 3,9 | 4,7 |
| 28 | Taux des obligations fédérales 30 ans (%) (3) | 7,8 | 7,8 | 7,7 | 7,5 | 7,6 | 7,6 | 7,5 | 7,6 |

R : réalisé E : estimé

1- Tous les chiffres représentent des variations en taux annuel par rapport à la période précédente, sauf indication contraire.
2- Profits avant impôts en pourcentage du revenu national.
3- Pour les années, taux du quatrième trimestre.

Sources : historique : Wharton Econometric Forecasting Associates.
prévision : Direction des études économiques, Caisse de dépôt et placement du Québec.

# LE SCÉNARIO DE RÉFÉRENCE - ÉTATS-UNIS

Tableau 4
Scénario de référence - États-Unis
Évolution à moyen terme (1)

| | | 1990R | 1991R | 1992E | 1993 | 1994 | 1995 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | **Principaux agrégats de la demande en dollars constants** | | | | | | |
| 1 | Consommation | 1,2 | -0,1 | 2,8 | 3,3 | 3,1 | 2,9 |
| 2 | Construction résidentielle | -8,7 | -10,4 | 14,0 | 11,6 | 5,6 | 1,5 |
| 3 | Formation brute de capital fixe | 1,2 | -6,6 | -0,2 | 5,6 | 6,8 | 5,4 |
| 4 | Dépenses gouvernementales en biens et services | 3,2 | 0,9 | -1,3 | 0,1 | 1,4 | 1,8 |
| 5 | Exportations | 7,7 | 6,4 | 4,5 | 4,0 | 7,6 | 9,0 |
| 6 | Importations | 2,2 | 0,3 | 6,2 | 7,0 | 8,4 | 7,2 |
| 7 | Exportations nettes (milliards $ 1987) | -51,4 | -20,8 | -31,2 | -50,2 | -58,5 | -51,3 |
| 8 | Variation des stocks (milliards $ 1987) | 0,2 | -13,9 | 1,5 | 28,5 | 26,6 | 22,4 |
| 9 | Produit intérieur brut | 1,0 | -0,7 | 2,2 | 3,4 | 3,1 | 3,0 |
| | **Valeurs de référence et prix** | | | | | | |
| 10 | Produit intérieur brut (milliards $) | 5514 | 5673 | 5972 | 6368 | 6737 | 7125 |
| 11 | Exportations nettes (milliards $) | -74 | -31 | -41 | -85 | -132 | -158 |
| 12 | Taux de change pondéré (mars 1973 = 100) | 89,0 | 89,7 | 90,1 | 91,6 | 85,0 | 79,5 |
| 13 | Mises en chantier (milliers) | 1203 | 1015 | 1293 | 1448 | 1517 | 1473 |
| 14 | Indice des prix à la consommation | 5,4 | 4,2 | 3,3 | 3,3 | 3,0 | 2,9 |
| | **Revenus, coûts et bénéfices** | | | | | | |
| 15 | Revenu personnel disponible (milliards $) | 4059 | 4218 | 4450 | 4739 | 5018 | 5315 |
| 16 | Revenu personnel disponible réel | 1,9 | -0,1 | 2,2 | 3,0 | 2,8 | 2,9 |
| 17 | Taux d'épargne (%) | 5,1 | 5,2 | 4,8 | 4,7 | 4,5 | 4,6 |
| 18 | Taux de chômage (%) | 5,5 | 6,8 | 7,1 | 6,6 | 6,3 | 6,1 |
| 19 | Emploi | 0,5 | -0,9 | 0,9 | 1,8 | 1,4 | 1,2 |
| 20 | Productivité | 0,5 | 0,2 | 1,3 | 1,6 | 1,6 | 1,7 |
| 21 | Coûts unitaires | 0,7 | -0,7 | -0,7 | 0,1 | -0,2 | -0,4 |
| 22 | Profits avant impôts (milliards $) | 332 | 312 | 362 | 397 | 427 | 458 |
| 23 | Profits avant impôts | -3,5 | -6,0 | 15,9 | 9,7 | 7,4 | 7,3 |
| 24 | Taux de profit (%) (2) | 7,5 | 6,9 | 7,6 | 7,8 | 7,9 | 8,1 |
| | **Secteur gouvernemental** | | | | | | |
| 25 | Solde : gouvernement fédéral (milliards $) | -165 | -202 | -257 | -248 | -246 | -249 |
| 26 | Solde : gouvernement fédéral (en % du P.I.B.) | -3,0 | -3,6 | -4,3 | -3,9 | -3,7 | -3,5 |
| | **Taux d'intérêt** | | | | | | |
| 27 | Taux des bons du Trésor 3 mois (%) (3) | 7,0 | 4,6 | 3,9 | 4,7 | 5,6 | 5,8 |
| 28 | Taux des obligations fédérales 30 ans (%) (3) | 8,6 | 7,9 | 7,5 | 7,6 | 7,5 | 7,5 |

R : réalisé E : estimé

1- Tous les chiffres représentent des variations en pourcentage par rapport à l'année précédente, sauf indication contraire.
2- Profits avant impôts en pourcentage du revenu national.
3- Taux du quatrième trimestre.

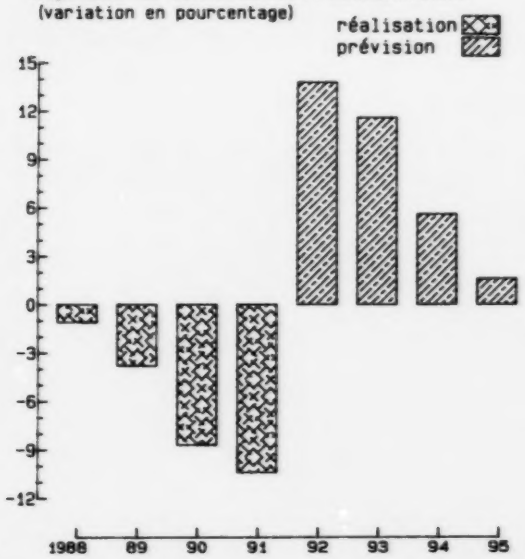
Sources : historique : Wharton Econometric Forecasting Associates.
prévision : Direction des études économiques, Caisse de dépôt et placement du Québec.

4% à 6% pendant la première année, les résultats dans ce cas-ci seront nettement moins solides.

L'excédent d'offre dans le secteur de la construction non résidentielle laisse entrevoir de nouveaux reculs de ces dépenses à la suite d'une baisse non négligeable en 1991. La reprise dans ce secteur ne se manifestera qu'en 1993 et elle sera mitigée.

Les dépenses publiques, qui ont sensiblement diminué depuis un an, baisseront de nouveau en 1992 en raison des réductions dans le secteur de la défense et des politiques restrictives des administrations locales confrontées à des déséquilibres budgétaires. Une reprise graduelle de ces dépenses s'amorcera en 1993, sans toutefois qu'elles ne deviennent un pôle de croissance, compte tenu du mécontentement du public à l'égard des niveaux de taxation élevés.

Figure 11
Dépenses de construction résidentielle
(variation en pourcentage)

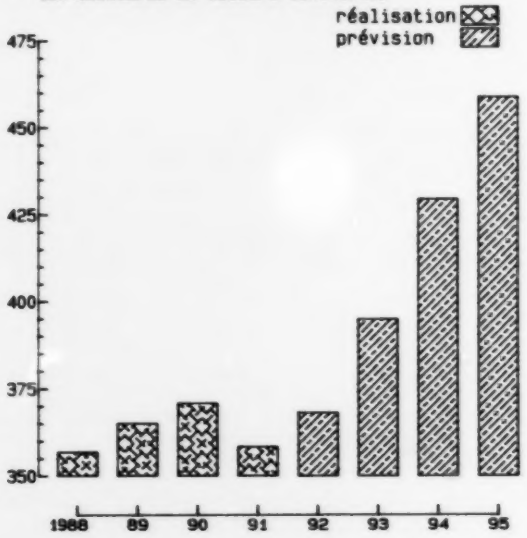



Sources : Wharton Econometric Forecasting Associates et la Caisse.

Même dans le secteur résidentiel, où la baisse des taux d'intérêt a commencé à influencer l'évolution de la demande, la reprise risque d'être moins spectaculaire, car les tendances démographiques laissent entrevoir un rythme de création de ménages plus lent que par le passé. De plus, les problèmes de l'industrie parabancaire pourraient continuer d'avoir une incidence sur la disponibilité du crédit hypothécaire. Par conséquent, bien que l'augmentation de 14% prévue en 1992 pour la construction résidentielle soit marquée, elle contraste avec les hausses de 27% en 1971, de 24% en 1976 et de 40% en 1983.

Étant donné que l'évolution de plusieurs composantes de la demande sera plus faible que d'habitude, la création d'emplois le sera aussi, limitant ainsi la demande de consommation. La préoccupation des ménages à l'égard de leur situation financière a influencé l'évolution récente de la consommation et pourrait exercer un frein additionnel cette année, bien que l'endettement ait diminué et que les taux d'intérêt aient

Figure 12
Dépenses en machinerie et outillage
(en milliards de dollars constants)




Sources : Wharton Econometric Forecasting Associates et la Caisse.

déjà sensiblement baissé. Dans l'ensemble, la consommation grimpera à un rythme moyen d'environ 3% au cours des prochains trimestres.

L'évolution des dépenses en machines et outillage fera l'objet d'influences contradictoires. La récente récession et la reprise économique inférieure aux normes historiques y exerceront un frein. Par contre, la concurrence internationale accrue, dans le contexte de la mondialisation des marchés, viendra soutenir l'activité qui reprendra dès cette année, puis s'amplifiera à compter de 1993.

Dans l'ensemble, la demande intérieure finale progressera à un rythme trimestriel moyen de 3,3% cette année. Étant donné qu'il s'agit d'une croissance à peine suffisante pour occasionner une réduction du chômage, la politique de réglage de précision de la Réserve fédérale visera au minimum à maintenir ce cap. La composition de cette demande changera graduellement au cours des prochaines années, alors que la vigueur de l'investissement non résidentiel et des dépenses publiques compenseront le ralentissement dans le secteur résidentiel.

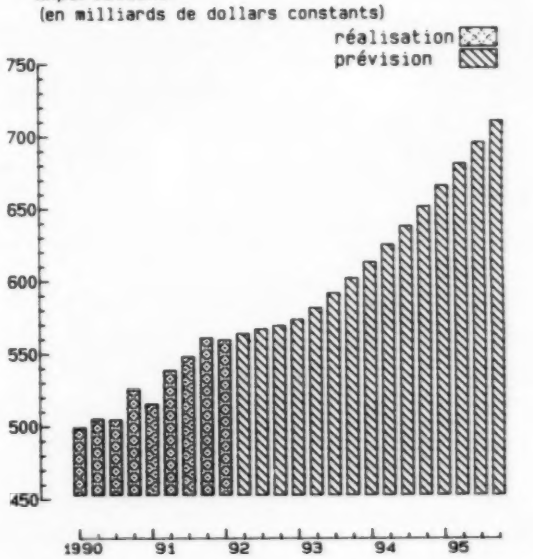
En fait, l'année 1993 devrait s'avérer aussi bonne que l'année 1992. En effet, la politique économique agit sur l'activité avec un retard considérable et les décisions récentes semblent déjà assurer une croissance un peu plus rapide l'an prochain. D'ailleurs, il est possible que la Réserve fédérale ne raffermisse pas sa politique cette année, en période électorale, étant donné qu'elle perçoit, à juste titre, que les risques d'une recrudescence prochaine de l'inflation sont minimes. La demande intérieure devrait donc progresser au même rythme en 1993, avant de converger graduellement vers sa tendance à long terme.

## LE SECTEUR EXTÉRIEUR

Le ralentissement marqué de la croissance en Europe et au Japon et l'absence de croissance au Canada, conjugués à la vigueur relative du dollar depuis deux ans, limitent sensiblement le potentiel à court terme des exportations américaines. Il est vrai que les marchés de l'Amérique du Sud et de l'Asie du Sud-Est (à l'exclusion du Japon) neutralisent quelque peu cette évolution défavorable de la demande en provenance des grands pays industriels, mais il ne faut certes pas compter sur les exportations américaines pour alimenter la croissance cette année. La contribution de ces dernières reprendra graduellement à compter de 1993, dans le contexte d'une reprise mondiale et d'une baisse probable de la devise américaine. En effet, l'évolution cyclique aux États-Unis et chez ses partenaires aura de nouveau fait gonfler le déficit commercial américain à un niveau inacceptable, ce qui aura un impact sur le cours du dollar. Les exportations américaines deviendront donc une source de croissance en 1994 et en 1995.

Bien que la reprise qui est prévue au chapitre de la demande intérieure soit plus lente que

Figure 13
Exportations
(en milliards de dollars constants)




Sources : Wharton Econometric Forecasting Associates et la Caisse.

d'habitude, elle sera nettement plus élevée, à court terme, que la progression de la demande étrangère. L'importance du pétrole étranger pour les États-Unis et la progression

régulière de la consommation entraîneront une accélération des importations en 1992 et en 1993. Dans l'ensemble, le commerce extérieur n'est toutefois pas très important pour l'économie américaine. Ces tendances divergentes des exportations et des importations ne soustrairont que quelques dixièmes à la croissance cette année et l'an prochain, avant d'avoir l'effet contraire plus tard durant le cycle.

## L'ÉVOLUTION DES STOCKS ET LES PERSPECTIVES À COURT TERME

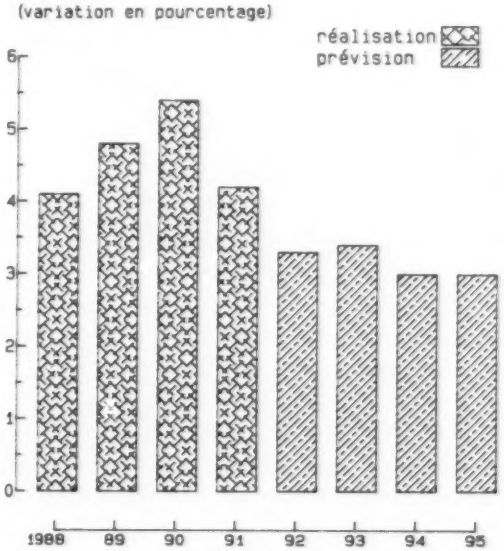
La situation des stocks est sans contredit un élément des plus encourageants quant aux perspectives à court terme. La vigueur inattendue de la demande au premier trimestre s'est traduite par une forte liquidation des stocks. Par conséquent, non seulement la production est-elle susceptible d'augmenter de façon à satisfaire la croissance modérée de la demande intérieure, mais elle devra également s'ajuster à la hausse, d'abord pour mettre fin à ces liquidations de stocks et ensuite pour les reconstituer. D'ici la fin de 1993, la production risque donc d'augmenter un peu plus rapidement que la demande, car l'évolution des stocks aura une incidence plus marquée que celle du secteur extérieur qui exerce un frein à l'activité.

L'augmentation du produit intérieur brut, qui a été presque nulle en moyenne trimestrielle en 1991, atteindra 3,1% en 1992 et 3,4% en 1993. En moyenne annuelle, la croissance ne sera que de 2,2% en 1992 compte tenu d'un point de départ très peu vigoureux, découlant de la faiblesse de la conjoncture au deuxième semestre de 1991.

## L'ÉVOLUTION DES PRIX

En raison de la faiblesse de la croissance par rapport aux reprises antérieures, la capacité excédentaire se poursuivra. Par conséquent, il faut s'attendre à ce que les pressions inflationnistes s'atténuent en début de reprise. En effet, en plus de ce déséquilibre entre l'offre et la demande sur le marché des biens, il faut tenir compte du taux de chômage plutôt élevé, de la vigueur du dollar et des hausses modestes prévues au chapitre des prix des matières premières. Finalement, les administrations locales auront moins recours à la taxation directe à mesure que la reprise améliorera leur situation financière.

Figure 14
Inflation
(variation en pourcentage)




Sources : Wharton Econometric Forecasting Associates et la Caisse.

Par conséquent, le taux d'inflation, qui a bénéficié cette année d'une baisse importante du prix du pétrole, n'augmentera pas en 1993 et diminuera légèrement par la suite. Le taux d'inflation sous-jacent et la tendance des salaires afficheront par contre un repli prononcé en 1992 et en 1993, en raison de l'offre excédentaire qui continuera d'influencer leur évolution à court terme. Une augmentation plus rapide de la productivité de la main-d'oeuvre favorisera également ce recul de l'inflation.

## LES BÉNÉFICES DES SOCIÉTÉS

Ces gains de productivité, conjugués à une croissance salariale lente et à une augmentation

des ventes, augurent plutôt bien pour les bénéfices des sociétés. Leur progression trimestrielle moyenne dépassera légèrement 20% en 1992, soit l'augmentation la plus rapide depuis 1988.

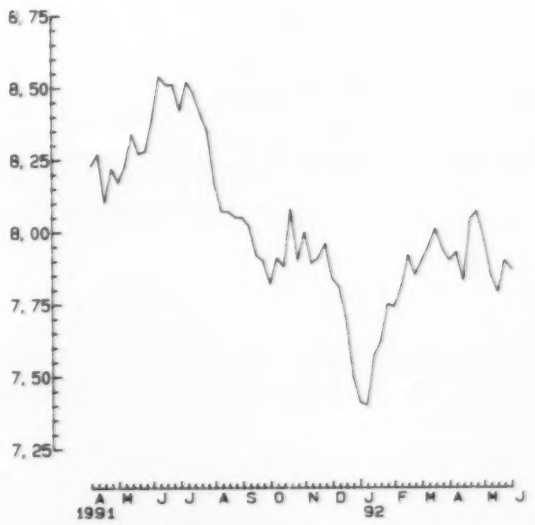
La croissance des bénéfices des sociétés sera néanmoins moins forte qu'au moment des reprises antérieures, alors que la production et la demande avaient augmenté davantage. Toutefois, étant donné que la productivité continuera de s'améliorer de façon assez prononcée sans que le marché du travail n'exerce des pressions à la hausse sur les salaires, la progression des bénéfices demeurera plus rapide que celle de l'économie au cours des années suivantes. En pourcentage du revenu national, les bénéfices seront cependant inférieurs aux niveaux de 1988 et de 1989.

## L'ÉVOLUTION FINANCIÈRE

Dans un contexte de reprise modérée, d'une inflation contenue et du réglage de précision auquel s'adonne la Réserve fédérale, les taux d'intérêt à court terme ne sont pas susceptibles d'augmenter très prochainement. Au contraire, la Réserve fédérale a fait plutôt preuve d'un biais expansionniste dernièrement, ce qui pourrait l'amener à assouplir sa politique si la reprise s'affaiblissait. L'évolution de l'offre et de la demande de crédit limite toutefois l'influence des banques centrales sur les taux d'intérêt, même sur les taux à court terme. Une reprise, même modérée, influencera sans contredit cet équilibre et exercera graduellement des pressions à la hausse sur les taux à court terme. La hausse de presque 200 points centésimaux prévue en deux ans et demi est modeste dans un contexte historique et compatible à la fois avec un taux d'inflation peu élevé et la sous-utilisation continue des ressources tout au cours de la reprise. Elle permet également de réduire nettement l'écart inhabituel qui existe présentement entre les taux à court et à long terme. Enfin, elle traduit le fait que la baisse des taux d'intérêt devait être particulièrement prononcée pour faire redémarrer l'économie, compte tenu des problèmes structurels qui entravaient la reprise.

Quant aux taux à long terme des titres fédéraux, ils ont augmenté un peu en début d'année, dépassant 8% à quelques occasions. Leur évolution prochaine devrait désormais

Figure 15
Obligations gouvernementales à échéance de 30 ans
(en pourcentage)




Source : Banque du Canada.

être un peu plus favorable. En effet, bien que ce genre de recul ne soit pas inhabituel en début de reprise, dans le passé il n'a pas été précurseur d'une nouvelle hausse importante. La nature modérée de la reprise prévue et les perspectives d'inflation plus faibles que l'évaluation que semblent en faire les autres analystes alimentent aussi un scénario de baisse légère des taux à long terme. Cependant, les déséquilibres que les États-Unis continueront à connaître sur le plan des finances fédérales et du commerce extérieur limiteront l'ampleur de la baisse. Étant donné que cette prévision se termine avant que la fin du cycle ne devienne une préoccupation, les taux à long terme ne

remonteront pas au cours de l'horizon de prévision.

## CANADA

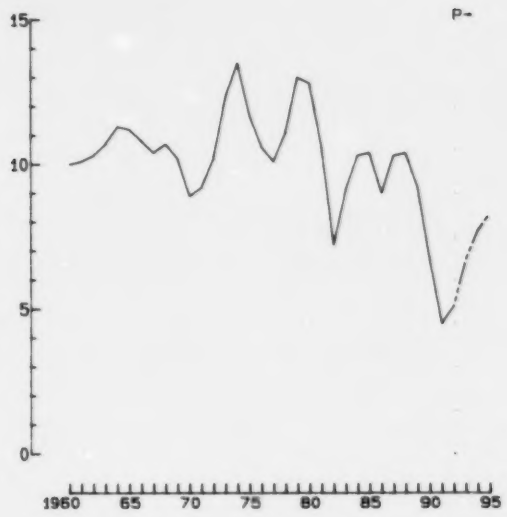
### L'ÉVOLUTION RÉCENTE

L'économie canadienne végète depuis maintenant neuf mois, malgré une baisse considérable des taux d'intérêt et, plus récemment, un recul marqué du dollar. Sur le plan budgétaire, la politique fédérale annoncée dernièrement a été moins restrictive qu'au cours des années précédentes. Ce retard que met l'économie à rebondir est attribuable en partie à l'inertie de l'économie américaine à la fin de 1991 et, surtout, à une panoplie de problèmes structurels qui entravent la reprise.

Les excès des dernières années avaient rendu plusieurs entreprises canadiennes non concurrentielles. Tant que l'activité mondiale poursuivait un rythme de croissance rapide, l'existence de ces sociétés canadiennes n'était pas menacée. Toutefois, leur fragilité s'est manifestée au moment de la récession nord-américaine. Les fermetures ont été plus nombreuses, car c'est au Canada que se retrouvaient les entreprises les moins rentables. Plusieurs autres éléments ont contribué à cette évolution : l'entente de libre-échange a sans doute accéléré certaines fermetures; il est apparu un excédent sur le marché de l'immobilier commercial et industriel; les exportations de matières premières en provenance des anciens états soviétiques ont nui aux producteurs canadiens; l'industrie forestière a fait l'objet d'une modification de la demande vers des produits à base de matières recyclées; et la vigueur du dollar, en 1991, a accentué le manque de compétitivité et donc le besoin d'un virage dans les méthodes de production.

Rien n'illustre mieux l'ampleur du problème canadien que l'évolution catastrophique des

Figure 16
Bénéfices des sociétés
(en pourcentage du P.I.B.)




Sources : Statistique Canada et la Caisse.

bénéfices des sociétés qui ont retrouvé, en pourcentage de la production, le niveau des années 30. Une réaction possible à ces rendements pitoyables était la fermeture d'usines au Canada. Plusieurs ont opté pour ce choix, comme en témoignent les nombreuses mises à pied, surtout en Ontario et au Québec. L'autre possibilité était le réinvestissement dans une technologie moderne dans le but de reconquérir la rentabilité par le biais de gains de productivité. Ce fut le choix dominant, comme l'indique le niveau inhabituellement élevé des investissements en machines et outillage au cours de la récession. Cependant, ce choix sous-entend également une utilisation réduite et plus efficace de la main-d'oeuvre. Par conséquent, le marché du travail a affiché une correction marquée et les emplois continuent de chuter, même si la production sur un an était à la hausse au premier trimestre. Cette évolution du marché du travail, qui confirme une amélioration de la productivité, contribue également à entretenir la morosité chez les consommateurs et entrave donc le processus normal de reprise.

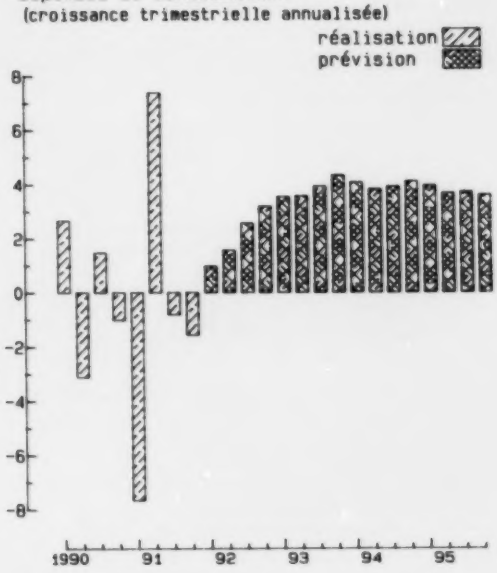
Les premiers signes d'une reprise commencent toutefois à apparaître. D'abord, les exportations ont grimpé en début d'année en réaction à la reprise aux États-Unis et à une accélération des ventes de céréales. Deuxièmement, le marché de l'habitation a commencé à se raffermir grâce aux baisses des taux d'intérêt, mais aussi aux nouveaux programmes fédéraux réduisant de moitié la mise de fonds nécessaire à l'achat d'une maison et permettant l'utilisation des fonds accumulés dans les régimes enregistrés d'épargne-retraite pour un tel achat.

Au cours des neuf derniers mois, les pressions inflationnistes ont également diminué de façon marquée, permettant ainsi à la Banque du Canada de moins s'inquiéter de ses objectifs en matière d'inflation et de favoriser plutôt une relance de l'activité. La conjoncture financière a été perturbée par l'évolution du dossier politique et constitutionnel et par l'instabilité du dollar canadien. Malgré certaines interruptions temporaires à la baisse des taux d'intérêt, le taux d'escompte se retrouve actuellement à son plus bas niveau en 20 ans.

## LA DEMANDE INTÉRIEURE

Plusieurs éléments militent en faveur d'une reprise assez lente de la demande intérieure. Du côté de la consommation, c'est la confiance qui manque. L'évolution récente de l'emploi explique en bonne partie ce résultat, et les problèmes structurels auxquels font face les entreprises laissent prévoir un taux de chômage susceptible de demeurer élevé même en temps de reprise. La taxe sur les produits et services (TPS) semble avoir eu un impact psychologique sur la confiance et le comportement des ménages qui tarde à se dissiper. De plus, l'augmentation du magasinage outre-frontière aura réduit l'activité dans plusieurs régions frontalières. Finalement, l'endettement des consommateurs demeure élevé et pourrait nuire à la reprise

Figure 17
Dépenses de consommation
(croissance trimestrielle annualisée)




Sources : Statistique Canada et la Caisse.

de la consommation, malgré la baisse considérable des taux d'intérêt.

Dans ce contexte, il ne faut pas s'attendre à une reprise rapide. En moyenne trimestrielle, la progression de la consommation ne sera que de 2,1% en 1992, avant d'atteindre presque 4%, en moyenne, à compter de 1993. Ce sont les conditions monétaires plus souples qui permettront la légère remontée de la consommation en 1992, mais ce n'est que lorsque la confiance sera rétablie que la progression deviendra plus importante.

Le secteur de l'habitation, qui a reculé à la fin de 1991, semble vouloir reprendre de la vigueur. En plus des taux d'intérêt et des programmes gouvernementaux mentionnés précédemment, les besoins démographiques canadiens se situent aux environs de 200 000 unités, en raison en partie de la vigueur de l'immigration. Un retour graduel à ce niveau implique une forte contribution positive de ce secteur, surtout à compter du deuxième semestre.

## LE SCÉNARIO DE RÉFÉRENCE - CANADA

Tableau 5
Scénario de référence - Canada
Évolution conjoncturelle (1)

| | | 92:1E | 92:2 | 92:3 | 92:4 | 93:1 | 93:2 | 1992 | 1993 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | Principaux agrégats de la demande en dollars constants | | | | | | | |
| 1 | Consommation | 1,0 | 1,5 | 2,6 | 3,2 | 3,5 | 3,6 | 1,1 | 3,3 |
| 2 | Construction résidentielle | -9,0 | 4,3 | 15,4 | 12,3 | 10,8 | 7,9 | 6,3 | 9,9 |
| 3 | Formation brute de capital fixe privée | -6,8 | -3,5 | -2,0 | -0,1 | 1,5 | 4,0 | -1,2 | -1,6 |
| 4 | Dépenses gouvernementales en biens et services | 0,6 | 0,8 | 1,0 | 1,2 | 1,6 | 1,6 | 1,2 | 1,4 |
| 5 | Exportations | 13,5 | 7,1 | 7,6 | 8,3 | 7,9 | 6,8 | 6,6 | 7,4 |
| 6 | Importations | -4,3 | 8,4 | 3,8 | 3,7 | 3,7 | 4,2 | 4,5 | 4,5 |
| 7 | Exportations nettes (milliards $ 1986) | -8,5 | -9,2 | -7,7 | -5,8 | -4,0 | -2,9 | -7,8 | -3,1 |
| 8 | Variation des stocks (milliards $ 1986) | -3,5 | 0,0 | 0,1 | 0,4 | 0,8 | 1,4 | -0,7 | 1,3 |
| 9 | Produit intérieur brut | 0,7 | 2,9 | 3,5 | 4,5 | 4,8 | 4,6 | 1,7 | 4,3 |
| | | Valeurs de référence et prix | | | | | | | |
| 10 | Produit intérieur brut (milliards $) | 688,9 | 699,1 | 711,3 | 723,8 | 736,0 | 749,1 | 705,8 | 754,6 |
| 11 | Solde au compte courant (milliards $) | -25,1 | -23,9 | -21,3 | -18,9 | -15,9 | -14,2 | -22,3 | -13,8 |
| 12 | Taux de change (cents par $ US) | 117,7 | 119,6 | 120,2 | 120,6 | 120,8 | 121,0 | 119,5 | 120,9 |
| 13 | Mises en chantier (milliers) | 154 | 171 | 182 | 191 | 199 | 201 | 175 | 202 |
| 14 | Indice des prix à la consommation | 1,9 | 2,6 | 3,4 | 2,3 | 1,6 | 2,4 | 1,9 | 2,2 |
| | | Revenus, coûts et bénéfices | | | | | | | |
| 15 | Revenu personnel disponible (milliards $) | 471,9 | 476,2 | 481,6 | 486,8 | 492,1 | 497,8 | 479,1 | 500,1 |
| 16 | Revenu personnel disponible réel | 2,7 | 1,1 | 1,2 | 2,1 | 2,8 | 2,3 | 0,1 | 2,2 |
| 17 | Taux d'épargne (%) | 9,6 | 9,6 | 9,3 | 9,1 | 8,9 | 8,6 | 9,4 | 8,4 |
| 18 | Taux de chômage (%) | 10,7 | 11,1 | 11,0 | 10,8 | 10,4 | 10,1 | 10,9 | 10,0 |
| 19 | Emploi | -2,4 | -2,1 | 1,7 | 2,9 | 3,2 | 3,1 | -0,5 | 2,5 |
| 20 | Productivité | 3,2 | 5,1 | 1,8 | 1,6 | 1,6 | 1,5 | 2,2 | 1,8 |
| 21 | Coûts unitaires | 3,0 | 0,1 | 0,8 | 0,2 | 0,2 | 0,7 | 1,6 | 0,4 |
| 22 | Profits avant impôts (milliards $) | 29,2 | 33,6 | 37,8 | 42,1 | 46,0 | 49,6 | 35,7 | 51,0 |
| 23 | Profits avant impôts | 18,3 | 73,5 | 61,0 | 54,2 | 41,9 | 35,4 | 16,8 | 42,9 |
| 24 | Taux de profit (%) (2) | 5,6 | 6,4 | 7,0 | 7,7 | 8,2 | 8,7 | 6,7 | 8,9 |
| | | Secteur gouvernemental | | | | | | | |
| 25 | Solde : gouvernement fédéral (milliards $) | -25,9 | -25,1 | -23,3 | -21,5 | -20,0 | -18,3 | -23,9 | -17,5 |
| 26 | Solde : gouvernement fédéral (en % du P.I.B.) | -3,8 | -3,6 | -3,3 | -3,0 | -2,7 | -2,4 | -3,4 | -2,3 |
| | | Taux d'intérêt | | | | | | | |
| 27 | Taux des bons du Trésor 3 mois (%) (3) | 7,2 | 6,2 | 5,7 | 5,8 | 5,9 | 5,9 | 5,8 | 5,7 |
| 28 | Taux des obligations fédérales 30 ans (%) (3) | 9,0 | 9,0 | 8,7 | 8,4 | 8,4 | 8,5 | 8,4 | 8,2 |

E : estimé

1- Tous les chiffres représentent des variations en taux annuel par rapport à la période précédente, sauf indication contraire.
2- Profits avant impôts en pourcentage du revenu intérieur.
3- Pour les années, taux du quatrième trimestre.

Sources : historique : Le Conference Board du Canada, Statistique Canada et Banque du Canada.
prévision : Direction des études économiques, Caisse de dépôt et placement du Québec.

# LE SCÉNARIO DE RÉFÉRENCE - CANADA

Tableau 6
Scénario de référence - Canada
Évolution à moyen terme (1)

| | | 1990R | 1991R | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | **Principaux agrégats de la demande en dollars constants** | | | | | | |
| 1 | Consommation | 1,3 | -1,1 | 1,1 | 3,3 | 4,0 | 3,8 |
| 2 | Construction résidentielle | -7,6 | -8,5 | 6,3 | 9,9 | 7,5 | 6,7 |
| 3 | Formation brute de capital fixe privée | -3,2 | -1,9 | -1,2 | 2,0 | 7,9 | 9,2 |
| 4 | Dépenses gouvernementales en biens et services | 3,6 | 2,2 | 1,2 | 1,4 | 2,0 | 2,7 |
| 5 | Exportations | 3,8 | 0,6 | 6,6 | 7,4 | 6,3 | 6,3 |
| 6 | Importations | 0,8 | 2,5 | 4,5 | 4,5 | 6,2 | 6,4 |
| 7 | Exportations nettes (milliards $ 1986) | -7,4 | -10,7 | -7,8 | -3,1 | -3,1 | -3,7 |
| 8 | Variation des stocks (milliards $ 1986) | -2,4 | -0,2 | -0,7 | 1,3 | 2,4 | 3,0 |
| 9 | Produit intérieur brut | 0,5 | -1,5 | 1,7 | 4,3 | 4,5 | 4,5 |
| | **Valeurs de référence et prix** | | | | | | |
| 10 | Produit intérieur brut (milliards $) | 671,6 | 679,2 | 705,8 | 754,6 | 802,5 | 852,9 |
| 11 | Solde au compte courant (milliards $) | -22,0 | -26,8 | -22,3 | -13,8 | -11,9 | -10,7 |
| 12 | Taux de change (cents par $ US) | 116,7 | 114,6 | 119,5 | 120,9 | 120,0 | 118,8 |
| 13 | Mises en chantier (milliers) | 183 | 152 | 175 | 202 | 213 | 219 |
| 14 | Indice des prix à la consommation | 4,8 | 5,6 | 1,9 | 2,2 | 1,8 | 1,7 |
| | **Revenus, coûts et bénéfices** | | | | | | |
| 15 | Revenu personnel disponible (milliards $) | 454,8 | 469,4 | 479,1 | 500,1 | 521,7 | 545,2 |
| 16 | Revenu personnel disponible réel | 1,2 | -1,5 | 0,1 | 2,2 | 2,5 | 2,7 |
| 17 | Taux d'épargne (%) | 10,1 | 10,1 | 9,4 | 8,4 | 7,1 | 6,1 |
| 18 | Taux de chômage (%) | 8,1 | 10,3 | 10,9 | 10,0 | 9,2 | 8,5 |
| 19 | Emploi | 0,7 | -1,8 | -0,5 | 2,5 | 2,7 | 2,4 |
| 20 | Productivité | -0,2 | 0,3 | 2,2 | 1,8 | 1,7 | 2,1 |
| 21 | Coûts unitaires | 6,2 | 4,1 | 1,6 | 0,4 | 0,7 | 1,1 |
| 22 | Profits avant impôts (milliards $) | 45,1 | 30,6 | 35,7 | 51,0 | 61,7 | 70,8 |
| 23 | Profits avant impôts | -24,7 | -32,3 | 16,8 | 42,9 | 21,1 | 14,6 |
| 24 | Taux de profit (%) (2) | 8,7 | 5,9 | 6,7 | 8,9 | 10,1 | 10,8 |
| | **Secteur gouvernemental** | | | | | | |
| 25 | Solde : gouvernement fédéral (milliards $) | -25,5 | -29,6 | -23,9 | -17,5 | -9,5 | -0,4 |
| 26 | Solde : gouvernement fédéral (en % du P.I.B.) | -3,8 | -4,4 | -3,4 | -2,3 | -1,2 | -0,0 |
| | **Taux d'intérêt** | | | | | | |
| 27 | Taux des bons du Trésor 3 mois (%) (3) | 12,0 | 10,0 | 7,5 | 5,8 | 5,7 | 6,0 |
| 28 | Taux des obligations fédérales 30 ans (%) (3) | 10,8 | 9,2 | 8,4 | 8,2 | 7,6 | 7,3 |

R : réalisé

1- Tous les chiffres représentent des variations en pourcentage par rapport à l'année précédente, sauf indication contraire.
2- Profits avant impôts en pourcentage du revenu intérieur.
3- Taux du quatrième trimestre.

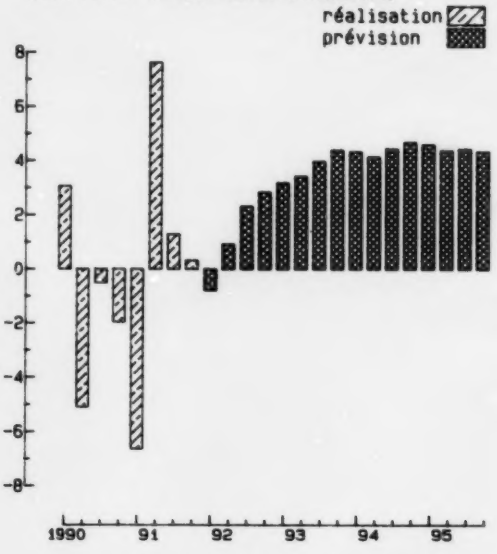
Sources : historique : Le Conference Board du Canada, Statistique Canada et Banque du Canada.
prévision : Direction des études économiques, Caisse de dépôt et placement du Québec.

Les problèmes financiers des administrations publiques continueront de limiter grandement la croissance de leurs dépenses, qui sera particulièrement lente en 1992 alors que les contrecoups de la récession ravagent les recettes publiques. Le désir de rétablir la santé financière des administrations publiques et l'intolérance grandissante des contribuables envers les hausses de taxes annoncent une lente reprise des dépenses publiques, même si plusieurs administrations provinciales sont gouvernées par le Nouveau Parti démocratique qui préconise davantage de dépenses publiques que leurs prédécesseurs.

L'investissement risque également d'être faible en 1992, avant de se raffermir progressivement à compter de 1993. Au chapitre des machines et outillage, la faible utilisation de la capacité de production ainsi que le niveau relativement élevé de ces dépenses pendant la récession limiteront la progression des investissements à court terme. La restructuration de l'industrie canadienne se poursuivra sans doute avec la reprise, ce qui rendra ces dépenses plus vigoureuses en 1993 et au cours des années suivantes. Quant à la construction non résidentielle, il est évident qu'il existe une offre excédentaire dans tous les secteurs : édifices à bureaux, centres commerciaux, espaces industriels, etc. On parle davantage de fermetures que d'expansion. Enfin, le report du projet Grande Baleine aura également une incidence sur cette évolution. Il faut donc s'attendre à de nouvelles baisses de dépenses en 1992 dans ce secteur qui réagit avec un retard par rapport à la conjoncture économique. Ces mêmes retards suggèrent que la reprise ne se manifestera qu'en 1994.

En moyenne trimestrielle, la demande intérieure, qui a probablement baissé au premier trimestre, progressera à un rythme moyen de 2% au cours des trois autres trimestres de 1992. Son accélération se poursuivra en

Figure 18
Demande intérieure finale
(croissance trimestrielle annualisée)




Sources : Statistique Canada et la Caisse.

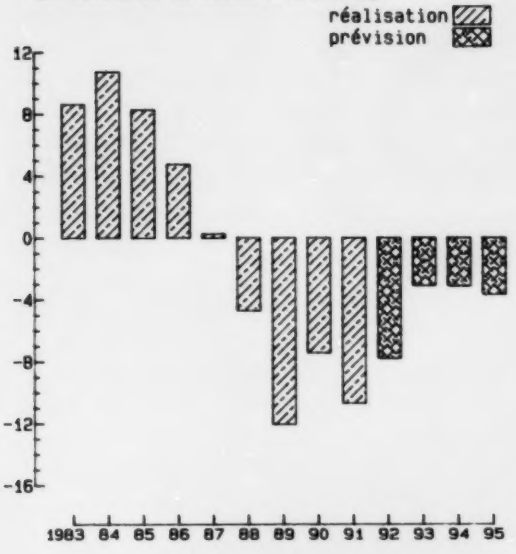
1993 et en 1994, mais n'atteindra vraisemblablement pas les pointes qu'elle a connues durant les reprises antérieures. Cette croissance est inférieure à celle que laissaient entendre les politiques économiques en vigueur, à cause du frein que continueront d'exercer les problèmes structurels canadiens sur la demande intérieure.

## LE SECTEUR EXTÉRIEUR

La croissance léthargique de la demande intérieure, conjuguée à la baisse prononcée du dollar canadien au cours des derniers mois, se traduira par une augmentation très lente des importations en 1992 et en 1993. Étant donné qu'une plus grande part de la demande sera satisfaite au Canada, la production augmentera plus rapidement que la demande. À compter de la mi-1993, la croissance des importations reprendra car la demande progressera plus vite, notamment dans le secteur des biens d'équipement.

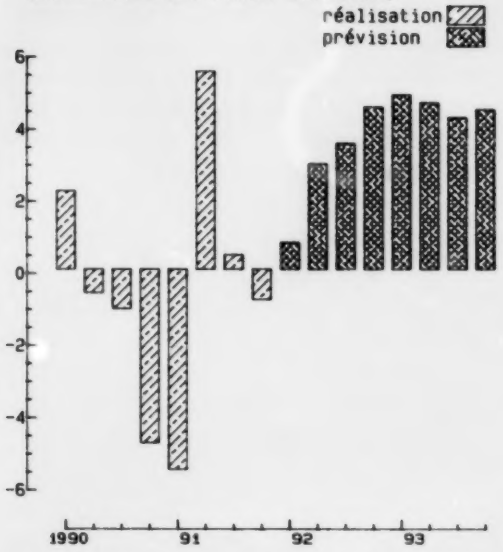
La reprise américaine et l'évolution du dollar canadien viendront également soutenir la

Figure 19
Exportations nettes
(en milliards de dollars constants)




Sources : Statistique Canada et la Caisse.

Figure 20
Produit intérieur brut
(croissance trimestrielle annualisée)




Sources : Statistique Canada et la Caisse.

croissance des exportations tout au cours de la prévision. Par conséquent, le secteur extérieur contribuera à la croissance en 1992 et 1993, mais y soustraira légèrement par la suite et ce, en raison de la croissance plus rapide de l'économie canadienne à moyen terme.

De plus, avec la remontée prévue des prix des matières premières, les termes de l'échange sont susceptibles de s'améliorer pour le Canada. Cette évolution s'ajoutera à l'amélioration des volumes d'activité pour permettre une réduction marquée du déficit au compte courant.

## LES STOCKS ET L'ÉVOLUTION À COURT TERME

Les données disponibles sur la demande intérieure et le commerce extérieur indiquent qu'il y aurait eu une importante liquidation des stocks au premier trimestre. Dans un contexte où la demande ne progresse que lentement, il est probable que les entreprises resteront prudentes. Le ratio stocks-ventes devrait baisser, d'autant plus que les taux d'intérêt réels demeurent élevés. Cependant, la fin de la liquidation des stocks et l'accumulation modeste ajouteront considérablement à la production à compter du deuxième trimestre de 1992.

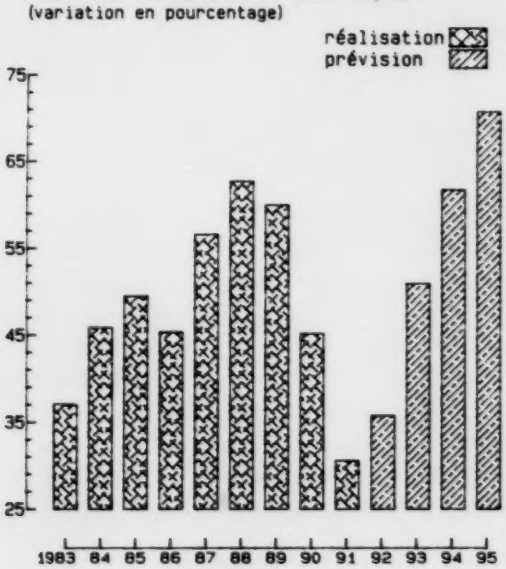
Néanmoins, la croissance trimestrielle moyenne est nettement plus faible que durant les reprises antérieures et elle est inférieure à celle qui est implicite dans les politiques économiques déjà en vigueur. Elle s'établirait à 2,9% en 1992 et à 4,5% en 1993. En moyenne annuelle, la croissance du produit intérieur brut sera cependant encore plus faible, soit de 1,7% cette année, en raison de la faiblesse de la croissance à la fin de 1991 et au début 1992.

## LES BÉNÉFICES DES SOCIÉTÉS ET L'ÉVOLUTION DU CHÔMAGE

La remontée prévue du cours des matières premières, la reprise de la demande, les forts gains de productivité et la récente chute du dollar canadien annoncent une reprise

spectaculaire des bénéfices des sociétés. En moyenne trimestrielle, la croissance atteindrait 50% cette année et 32% en 1993. Il faudra néanmoins attendre 1995 pour que le sommet du premier trimestre de 1989 ne soit atteint, en dollars constants. En pourcentage du produit intérieur brut, ce sommet ne sera pas atteint au cours de la période de prévision.

Figure 21
Bénéfices des sociétés avant impôts
(variation en pourcentage)



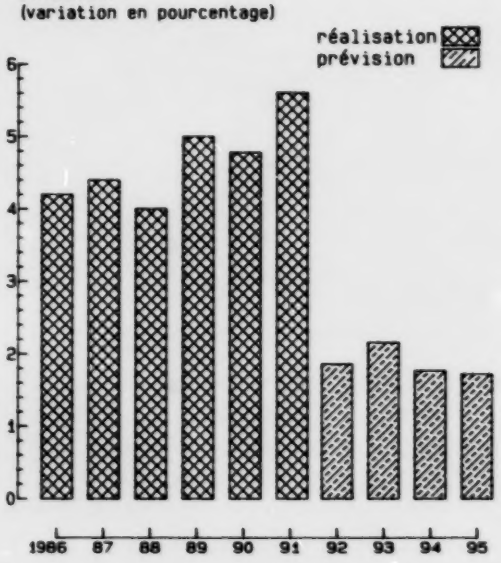

Sources : Statistique Canada et la Caisse.

Les gains de productivité attendus (plus de 2% par année de 1992 à 1995 comparativement à 1,1% au cours des huit années précédentes) sont le résultat du processus de restructuration industrielle et des niveaux importants d'investissements en machines et outillage qui en ont résulté. Cependant, cette évolution traduit une croissance relativement faible de l'emploi comparativement à celle des reprises antérieures, d'autant plus que la reprise elle-même sera plus lente que d'habitude. Le chômage atteindrait 10,8% à la fin de 1992 et 9,7% à la fin de 1993.

## L'ÉVOLUTION DES PRIX

Compte tenu du retard que prend la reprise à se manifester et de la prévision de croissance modérée, l'écart qui s'est creusé entre l'activité et sa tendance à long terme est devenu énorme et demeurera ainsi pendant un certain temps. Dans ce contexte d'offre excédentaire s'est produit un ralentissement considérable des pressions inflationnistes qui est susceptible de se poursuivre. Certains éléments ont contribué à atténuer temporairement les augmentations

Figure 22
Inflation
(variation en pourcentage)




Sources : Statistique Canada et la Caisse.

de prix en 1991, notamment la chute du prix du pétrole après la guerre du Golfe persique, la vigueur du dollar canadien jusqu'en fin d'année et le recours réduit à la taxation indirecte à la suite de l'entrée en vigueur de la TPS.

En 1992, la chute du dollar et la remontée du prix du pétrole auront un effet restrictif et occasionneront des variations sur un an un peu moins favorables qu'en début d'année. Néanmoins, la tendance sous-jacente de l'inflation demeurera à la baisse et le taux d'inflation du Canada sera le plus faible parmi les grands pays industriels au cours des prochaines années. La Banque du Canada est donc susceptible de réaliser facilement ses objectifs en matière d'inflation, à

moins d'un choc externe important. Il existe actuellement un écart de plus de un point entre les indices des prix à la consommation au Canada et aux États-Unis et l'offre excédentaire au Canada permettra de maintenir cet écart malgré la faiblesse récente du dollar. Par conséquent, les résultats en matière d'inflation, conjugués à la chute du dollar, contribueront au rétablissement de la compétitivité canadienne sur le marché américain.

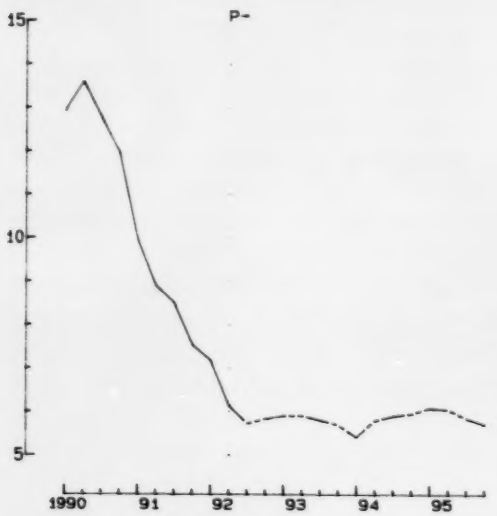
## L'ÉVOLUTION FINANCIÈRE

La baisse marquée des taux d'intérêt à court terme depuis le printemps 1990 devrait se poursuivre au cours des prochains mois, car la cible d'inflation que s'est fixée la Banque du Canada n'est pas du tout menacée. Dans ce contexte, il n'existe pas d'obstacle au maintien d'une politique monétaire expansionniste tant et aussi longtemps que la reprise n'est pas assurée. Étant donné que la vigueur de l'économie au printemps 1991 s'est avérée passagère, il est même probable que la banque centrale adoptera un biais expansionniste afin de favoriser une reprise durable, comme l'a fait la Réserve fédérale aux États-Unis.

La reprise étant en voie de s'amorcer, les taux d'intérêt n'atteindront pas un niveau beaucoup plus bas que leur niveau récent. Cependant, dans la mesure où la reprise tarde davantage que le scénario de prévision ne le suppose, il pourrait y avoir des baisses supplémentaires.

L'évolution des taux à court terme est également tributaire du marché des changes. En fait, il est plus juste de représenter l'incidence de la politique monétaire sur l'activité par l'indice des conditions monétaires, car ce dernier tient compte également de l'évolution du dollar. Alors qu'un dollar très faible pourrait compromettre la baisse prévue des taux, il semble assuré que les conditions monétaires seront assouplies. Ce sont les investisseurs, et non la banque centrale, qui choisiront le niveau du dollar et des taux d'intérêt dans le contexte d'une politique globale plus souple. Pour les fins de la prévision, le scénario suppose que le dollar canadien et les taux d'intérêt à court terme seront tous deux plus faibles au cours des prochains mois.

Figure 23
Bons du Trésor à échéance de 3 mois
(en pourcentage)




Sources : Banque du Canada et la Caisse.

Une fois que la reprise sera amorcée, toutefois, le dollar pourrait de nouveau faire l'objet de légères pressions à la hausse. C'est ce que suggère la hausse prévue du prix des matières premières, le niveau plus faible de l'inflation, la nette amélioration du compte courant et du déficit budgétaire canadien.

Le dossier constitutionnel, la vigueur de l'activité et la tendance de l'inflation continueront à bouleverser l'évolution du marché obligataire canadien. La prévision d'un faible taux d'inflation est un peu contraire à celle de la majorité des prévisionnistes qui s'attendent à une accélération une fois que la reprise sera amorcée. Le scénario retenu est donc favorable à une baisse des taux à long

terme, d'autant plus qu'il s'accompagne toujours d'une prévision de reprise modérée. De façon générale, le contexte est donc propice à une réduction des taux à long terme du Canada et des écarts avec les taux américains. Quant à la situation politique, elle ne semble pas influencer le choix des investisseurs, car les écarts entre les taux canadiens et américains ont diminué de façon considérable depuis deux ans. Cette situation pourra occasionner des remous sur les marchés financiers qui ne sont pas intégrés dans le scénario de base selon lequel la prévision de taux repose sur l'évolution économique.

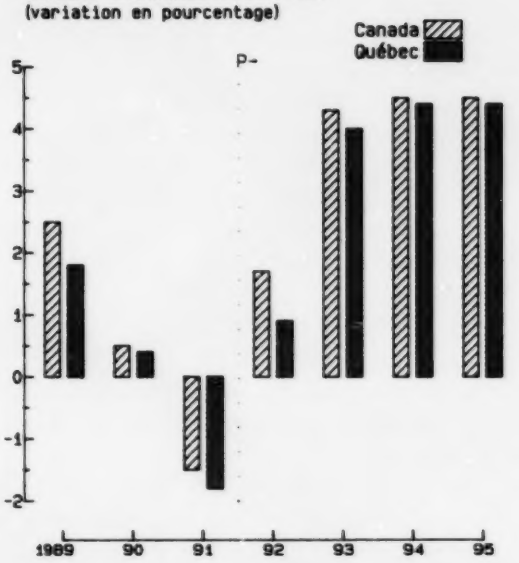
Le maintien d'un écart d'inflation favorable aux placements canadiens durant la période de prévision permet éventuellement l'élimination complète des écarts tant sur les marchés à long terme que sur les marchés à court terme. Le marché canadien est donc nettement plus attrayant que le marché américain et cet attrait deviendra encore plus évident une fois que le dollar canadien se sera stabilisé.

# QUÉBEC

## L'ÉVOLUTION RÉCENTE ET LES PERSPECTIVES À COURT TERME

L'économie québécoise s'est à nouveau affaiblie au deuxième semestre de 1991. Les pertes d'emplois considérables représentaient plus de 35% du total des emplois canadiens perdus au cours de cette période. Il ne faut pas s'attendre à une reprise vigoureuse au Québec en 1992. La politique fiscale, qui demeure toujours légèrement restrictive, ne viendra pas soutenir l'activité. Le produit intérieur brut (P.I.B.) québécois devrait augmenter de 0,9%, après avoir chuté de 1,8% en 1991. Il s'agira de la troisième année consécutive pendant laquelle la croissance du P.I.B. aura été inférieure à 1%.

Figure 24
Produit intérieur brut réel
(variation en pourcentage)




Sources : Le Conference Board du Canada, Statistique Canada et la Caisse.

Plusieurs problèmes structurels, qui ont nui à l'économie du Québec au cours des deux dernières années, devraient influer sur la conjoncture en 1992, mais dans une moindre mesure. S'il est difficile de quantifier l'impact de ces problèmes, on peut néanmoins en observer les répercussions sur l'évolution des bénéfices des sociétés et de l'emploi. L'ampleur des pertes d'emplois au début de 1992 illustre l'importance qu'attachent les entreprises à leur compétitivité même si la production n'a pas fléchi. Cette évolution du marché du travail mine la confiance des consommateurs, ce qui limite leurs achats malgré des conditions monétaires plus favorables. Il ne faut donc pas miser sur le secteur de la consommation autant que d'habitude pour alimenter la reprise. En effet, dans le contexte de la libéralisation des échanges et de la mondialisation des marchés, les entreprises seront encore plus soucieuses d'accroître leur productivité et leur compétitivité qu'elles ne l'ont été lors des reprises antérieures et elles préféreront mener leurs activités avec une main-d'oeuvre réduite. Une telle situation devrait se

traduire par une augmentation importante de la productivité et ce, même en tenant compte du rebondissement cyclique normal de cette dernière en début de reprise.

La faiblesse de l'activité caractérisera l'ensemble des secteurs composant la demande intérieure en 1992. Le revenu disponible réel au Québec devrait de nouveau diminuer, en raison de la croissance anémique de l'emploi et du taux d'inflation plus élevé que celui qui a été observé à l'échelle canadienne. Par conséquent, la croissance de la consommation sera également faible. De plus, l'application de la taxe de vente du Québec (TVQ) aux services limitera davantage la croissance des dépenses de consommation.

La baisse prononcée des taux hypothécaires devrait stimuler la construction de nouveaux logements en 1992. Toutefois, contrairement à ce qui est prévu pour l'ensemble du Canada, les investissements résidentiels au Québec devraient fléchir de nouveau. D'une part, le programme *Mon taux, mon toit* a permis de devancer en 1991 plusieurs projets qui auraient normalement été entrepris cette année. D'autre part, l'extension de la TVQ au secteur de la construction mettra un frein supplémentaire à l'activité.

La croissance de l'investissement productif sera plus rapide au Québec qu'ailleurs au Canada et ce, malgré l'annulation du contrat d'électricité par la New York Power Authority et la décision subséquente d'Hydro-Québec de retarder le projet Grande Baleine. Les intentions d'investissement en biens d'équipement indiquent une croissance de cette catégorie d'investissement de presque 7%. L'installation de nouveau matériel et la réfection de plusieurs centrales d'Hydro-Québec expliquent une partie des intentions d'investissement plus élevées au Québec qu'ailleurs au Canada, comme en témoigne la forte hausse des intentions d'investir des services publics publiée dans l'enquête de Statistique Canada. De plus, les nombreux projets d'investissement annoncés dans les secteurs des télécommunications, des produits pharmaceutiques et du matériel de transport devraient contribuer à la progression de l'investissement productif en 1992. Cependant, la construction non résidentielle demeurera peu vigoureuse étant donné l'excédent d'édifices à bureaux, de centres commerciaux et de locaux industriels au lendemain de la récession. Rien n'est venu remplacer les fortes dépenses associées à la construction d'alumineries et rien ne laisse entrevoir un renversement prochain à cet égard.

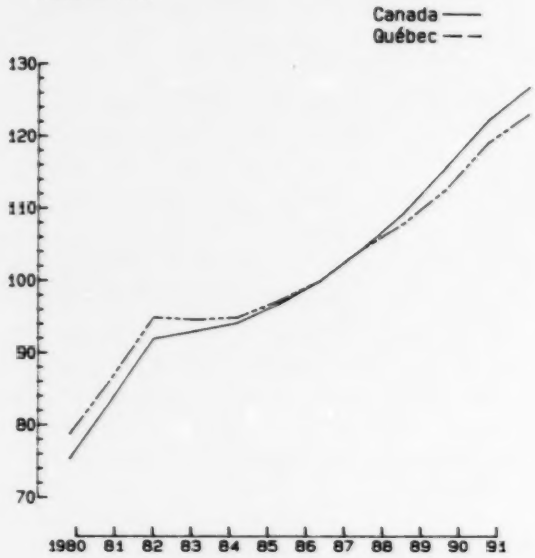
La politique budgétaire du gouvernement du Québec demeurera restrictive dans son ensemble en 1992. L'élargissement de la base de la TVQ aux services aura une incidence négative sur l'économie, bien que le taux soit moins élevé que celui annoncé à l'origine. Le gouvernement a de plus choisi de poursuivre sa politique d'austérité, indiquant des réductions supplémentaires de 316 millions de dollars, à celles annoncées en 1991. Le gouvernement prévoit également étendre la tarification à un plus grand nombre de services publics, notamment dans le secteur de la santé, mais il a toutefois jugé qu'il valait mieux éviter toute nouvelle hausse d'impôt ou le recours à d'autres taxes indirectes.

Le secteur extérieur s'est amélioré sensiblement en 1991. Non seulement le déficit commercial a diminué d'environ 600 millions de dollars, mais le déficit record de 1990 a été révisé à la baisse de plus de 2 milliards de dollars. La faiblesse de la demande intérieure a occasionné une baisse des importations d'environ 3% l'an dernier, alors que les exportations ont diminué de moins de 1%. La reprise américaine, tout particulièrement dans le secteur de la construction résidentielle, devrait stimuler la demande de

produits québécois en 1992. La baisse marquée du dollar canadien depuis le début de l'année favorise également les exportations du Québec et leur rentabilité, notamment dans les secteurs des produits forestiers et des métaux primaires. C'est donc de l'étranger que viendra la reprise de l'activité au Québec, comme pour l'ensemble du Canada.

L'inflation s'est grandement résorbée depuis un an. Alors que les prix augmentaient à un taux annuel de plus de 7% en 1991, l'indice des prix à la consommation (I.P.C.) n'a augmenté, année sur année, que de 2,2% en moyenne depuis janvier 1992. L'application de la TVQ aux services et à l'immobilier à compter de juillet devrait faire légèrement gonfler l'I.P.C. qui dépasserait ainsi la moyenne nationale encore cette année.

Figure 25
Coûts unitaires de main-d'oeuvre
(1986 = 100)




Sources : Statistique Canada et la Caisse.

## LES PERSPECTIVES À MOYEN TERME

La reprise devrait s'intensifier en 1993, mais elle restera inférieure à la moyenne canadienne. Le report du projet Grande Baleine assombrit les perspectives du secteur des investissements productifs qui demeurera néanmoins une source de croissance importante. Le Québec devrait récolter les fruits d'une politique budgétaire qui est devenue plus austère dernièrement et de l'augmentation de sa productivité, tributaire du niveau élevé des investissements au cours des dernières années. Le Québec devrait également bénéficier de l'amélioration de sa compétitivité au chapitre des coûts unitaires de la main-d'oeuvre, qui ont augmenté moins rapidement au Québec qu'ailleurs au Canada depuis quelques années.

# LE SCÉNARIO DE RÉFÉRENCE - QUÉBEC

**Tableau 7**
**Scénario de référence - Québec**
**Principaux éléments de prévision (1)**

| | | 1989R | 1990R | 1991R | 1992E | 1993 | 1994 | 1995 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | Principaux agrégats de la demande en dollars constants | | | | | | |
| 1 | Consommation | 2,4 | 0,5 | -1,5 | 0,8 | 3,0 | 3,8 | 3,6 |
| 2 | Formation brute de capital fixe privée | 12,4 | -0,6 | -4,4 | 1,2 | 3,6 | 7,8 | 8,5 |
| 3 | Construction résidentielle | -8,3 | -2,9 | -6,0 | -4,2 | 5,1 | 6,4 | 6,1 |
| 4 | Dépenses gouvernementales | 2,8 | 2,2 | 2,3 | 1,0 | 1,2 | 1,9 | 2,7 |
| 5 | Demande intérieure finale | 3,0 | 0,6 | -1,7 | 0,6 | 2,8 | 4,0 | 4,2 |
| 6 | Produit intérieur brut | 1,8 | 0,4 | -1,8 | 0,9 | 4,0 | 4,4 | 4,4 |
| | | Principaux agrégats de la demande en dollars courants | | | | | | |
| 7 | Consommation | 7,2 | 4,4 | 3,9 | 3,1 | 5,4 | 5,6 | 5,4 |
| 8 | Formation brute de capital fixe privée | 16,0 | 0,7 | -9,9 | 4,3 | 2,3 | 7,2 | 7,7 |
| 9 | Construction résidentielle | -3,8 | -1,1 | -1,0 | -0,4 | 7,6 | 8,3 | 8,0 |
| 10 | Dépenses gouvernementales | 6,6 | 7,4 | 5,0 | 3,2 | 3,6 | 3,7 | 4,5 |
| 11 | Demande intérieure finale | 7,3 | 4,2 | 1,8 | 3,0 | 4,8 | 5,5 | 5,6 |
| 12 | Produit intérieur brut | 5,4 | 3,0 | 1,3 | 2,2 | 2,5 | 1,8 | 1,7 |
| | | Autres indicateurs | | | | | | |
| 13 | Mises en chantier (milliers) | 49 | 47 | 43 | 40 | 43 | 46 | 48 |
| 14 | Indice des prix à la consommation | 4,3 | 4,2 | 7,4 | 2,2 | 2,3 | 1,8 | 1,7 |
| 15 | Revenu personnel disponible réel | 4,2 | 1,8 | -4,2 | -0,6 | 1,6 | 2,2 | 2,3 |
| 16 | Emploi | 1,0 | 0,8 | -2,2 | -0,4 | 2,1 | 2,1 | 1,9 |
| 17 | Taux de chômage (%) | 9,3 | 10,1 | 11,9 | 12,3 | 11,5 | 10,7 | 10,1 |

R : réalisé E : estimé

1- Tous les chiffres représentent des variations en pourcentage par rapport à l'année précédente, sauf indication contraire.

Sources : historique : Statistique Canada, Bureau de la Statistique du Québec et Le Conference Board du Canada.
prévision : Direction des études économiques, Caisse de dépôt et placement du Québec.

# LES PRINCIPAUX RISQUES

## LES PRINCIPAUX RISQUES

Comme dans le cas de tout scénario économique, la prévision retenue est assujettie à une série d'hypothèses et comprend donc des risques importants.

Sur le plan international, l'instabilité en Europe de l'Est et au sein de la Communauté des États Indépendants constitue un risque considérable pour l'Europe de l'Ouest, compte tenu de ses liens commerciaux assez étroits avec certains de ces États. De plus, les besoins en devises des pays de l'Est et leur transition soudaine vers une économie de marché pourraient bouleverser l'équilibre de certains marchés de matières premières.

En Europe de l'Ouest, la principale incertitude concerne le choix que fera la Bundesbank en matière de politique monétaire. Étant donné la prévision d'un taux d'inflation relativement élevé et l'engagement légendaire de la banque centrale allemande à le contenir, l'assouplissement monétaire prévu au début de 1993 pourrait être repoussé de quelques mois, ce qui retarderait d'autant la reprise européenne. De plus, la défaite référendaire de l'entente de Maastricht au Danemark pourrait remettre en cause le degré et le rythme de l'intégration européenne.

Au Japon, l'incertitude principale relève des problèmes des institutions financières à la suite de la chute brutale des valeurs boursières et immobilières. Le coût économique de cet ajustement est difficile à quantifier et pourrait influer sur l'activité plus longtemps et de façon plus prononcée que ne suppose le scénario prévu.

Aux États-Unis, le scénario repose sur l'hypothèse que l'effet stimulant des politiques économiques sera partiellement compensé par l'effet restrictif des problèmes structurels. Malheureusement, l'impact de ces problèmes est difficilement quantifiable et un certain progrès a été réalisé à leur égard au cours des dernières années. Le risque principal est que ces problèmes soient laissés de côté une fois que la confiance est rétablie, comme ce fut souvent le cas dans le passé, et que la reprise soit, somme toute, assez classique. Un tel scénario signifierait une croissance plus rapide et se traduirait par des hausses de taux d'intérêt, une reprise plus hâtive de l'inflation, une détérioration prononcée des équilibres commerciaux américains et par conséquent, une augmentation des pressions protectionnistes.

Au Canada, au contraire, une reprise plus lente semble constituer le risque principal. Les efforts que mettent les entreprises à restructurer leurs bilans ont déjà occasionné des difficultés sur le marché du travail qui limiteront la création d'emplois. Si la confiance des consommateurs demeure surtout tributaire de cette évolution, la reprise pourrait donc être retardée davantage. Une telle évolution se traduirait inévitablement par une baisse des taux d'intérêt et du dollar et une diminution de l'attrait relatif du marché boursier canadien.

À ces aléas de nature économique s'ajoute l'incertitude politique. Aux États-Unis, la candidature probable de Ross Perot a remis en question le résultat des élections présidentielles. En France, le gouvernement connaît un tel retard à l'approche des élections législatives qu'il pourrait remettre en cause certains de ses choix en matière de politique économique. Au Canada et au Québec, le dossier constitutionnel demeure un élément d'incertitude au moment où l'activité tarde à se mettre en branle. Tous ces événements pourraient perturber les marchés financiers, mais leur évolution est difficilement prévisible. Le scénario retenu suppose l'absence de remous d'origine politique.

# ANNEXE

# TABLEAUX DÉTAILLÉS

*Les tableaux de l'annexe se lisent de la façon suivante :*
*pour chaque variable, la première ligne représente le niveau; la deuxième, la variation en pourcentage par rapport à la même période l'année précédente; et la troisième, la variation en taux annuel en pourcentage par rapport à la période précédente.*

# ÉTATS-UNIS

Tableau A1
États-Unis
Principaux agrégats de la demande
(milliards de $ 1987)

| | 92:1R | 92:2 | 92:3 | 92:4 | 93:1 | 93:2 | 93:3 | 93:4 | 94:1 | 94:2 | 94:3 | 94:4 | 1991R | 1992E | 1993 | 1994 | 1995 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Consommation totale | 3314 | 3329 | 3361 | 3393 | 3420 | 3444 | 3472 | 3498 | 3523 | 3550 | 3578 | 3606 | 3259 | 3350 | 3458 | 3564 | 3666 |
| | 2,3 | 2,4 | 2,8 | 3,7 | 3,2 | 3,5 | 3,3 | 3,1 | 3,0 | 3,1 | 3,1 | 3,1 | -0,1 | 2,8 | 3,3 | 3,1 | 2,9 |
| | 5,4 | 1,9 | 3,9 | 3,8 | 3,2 | 2,9 | 3,2 | 3,1 | 2,8 | 3,1 | 3,2 | 3,2 | | | | | |
| Biens durables | 430,0 | 433,2 | 444,2 | 454,2 | 460,5 | 465,9 | 471,6 | 477,4 | 482,8 | 488,8 | 494,3 | 500,4 | 412,5 | 440,4 | 468,9 | 491,6 | 510,2 |
| | 4,7 | 5,9 | 6,2 | 10,2 | 7,1 | 7,6 | 6,2 | 5,1 | 4,8 | 4,9 | 4,8 | 4,8 | -6,0 | 6,8 | 6,5 | 4,8 | 3,8 |
| | 18,4 | 3,0 | 10,6 | 9,3 | 5,7 | 4,8 | 5,0 | 5,0 | 4,5 | 5,1 | 4,6 | 5,0 | | | | | |
| Biens non durables | 1049,6 | 1049,1 | 1055,8 | 1064,2 | 1070,5 | 1076,3 | 1082,7 | 1089,4 | 1094,9 | 1100,6 | 1106,6 | 1112,3 | 1043,0 | 1054,7 | 1079,8 | 1103,6 | 1127,6 |
| | 0,5 | 0,3 | 0,9 | 2,7 | 2,0 | 2,6 | 2,5 | 2,4 | 2,3 | 2,2 | 2,2 | 2,1 | -0,7 | 1,1 | 2,4 | 2,2 | 2,2 |
| | 5,4 | -0,2 | 2,6 | 3,2 | 2,4 | 2,2 | 2,4 | 2,5 | 2,0 | 2,1 | 2,2 | 2,1 | | | | | |
| Services | 1834,5 | 1847,2 | 1861,4 | 1874,7 | 1888,6 | 1902,2 | 1917,2 | 1931,4 | 1945,3 | 1960,7 | 1977,1 | 1993,7 | 1803,4 | 1854,4 | 1909,9 | 1969,2 | 2028,3 |
| | 2,7 | 2,8 | 3,0 | 2,8 | 2,9 | 3,0 | 3,0 | 3,0 | 3,0 | 3,1 | 3,1 | 3,2 | 1,7 | 2,8 | 3,0 | 3,1 | 3,0 |
| | 2,5 | 2,8 | 3,1 | 2,9 | 3,0 | 2,9 | 3,2 | 3,0 | 2,9 | 3,2 | 3,4 | 3,4 | | | | | |
| Construction résidentielle | 185,4 | 199,7 | 204,5 | 209,7 | 216,7 | 221,3 | 225,1 | 228,7 | 231,4 | 234,2 | 237,1 | 239,1 | 175,2 | 199,8 | 223,0 | 235,4 | 238,9 |
| | 8,6 | 16,1 | 15,8 | 15,4 | 16,9 | 10,8 | 10,1 | 9,0 | 6,8 | 5,8 | 5,3 | 4,5 | -10,4 | 14,0 | 11,6 | 5,6 | 1,5 |
| | 8,4 | 34,6 | 9,9 | 10,7 | 14,0 | 8,8 | 7,1 | 6,4 | 4,8 | 5,0 | 5,0 | 3,4 | | | | | |
| Mises en chantier (milliers) | 1260 | 1230 | 1316 | 1367 | 1402 | 1439 | 1464 | 1486 | 1500 | 1517 | 1526 | 1524 | 1015 | 1293 | 1448 | 1517 | 1473 |
| Formation brute de capital fixe privée | 507,7 | 508,7 | 511,6 | 517,1 | 526,1 | 535,2 | 544,4 | 553,5 | 563,0 | 572,2 | 581,1 | 589,8 | 512,3 | 511,3 | 539,8 | 576,5 | 607,7 |
| | -2,2 | -1,2 | 0,3 | 2,3 | 3,6 | 5,2 | 6,4 | 7,0 | 7,0 | 6,9 | 6,7 | 6,6 | -6,6 | -0,2 | 5,6 | 6,8 | 5,4 |
| | 1,8 | 0,8 | 2,3 | 4,4 | 7,1 | 7,1 | 7,1 | 6,8 | 7,0 | 6,7 | 6,3 | 6,1 | | | | | |
| Construction non résidentielle | 144,3 | 143,2 | 142,6 | 142,6 | 143,5 | 144,6 | 145,5 | 146,2 | 146,6 | 147,0 | 147,3 | 147,7 | 154,0 | 143,2 | 144,9 | 147,2 | 148,9 |
| | -11,6 | -9,9 | -3,9 | -2,0 | -0,6 | 0,9 | 2,0 | 2,5 | 2,2 | 1,7 | 1,3 | 1,1 | -13,4 | -7,0 | 1,2 | 1,5 | 1,2 |
| | -3,0 | -3,0 | -1,7 | -0,1 | 2,5 | 3,1 | 2,5 | 2,0 | 1,2 | 1,0 | 1,0 | 1,1 | | | | | |
| Machinerie et équipement | 363,4 | 365,5 | 369,0 | 374,5 | 382,6 | 390,7 | 399,0 | 407,3 | 416,3 | 425,2 | 433,8 | 442,1 | 358,3 | 368,1 | 394,9 | 429,4 | 458,8 |
| | 2,1 | 2,7 | 2,0 | 4,0 | 5,3 | 6,9 | 8,1 | 8,8 | 8,8 | 8,9 | 8,7 | 8,5 | -3,4 | 2,7 | 7,3 | 8,7 | 6,9 |
| | 3,7 | 2,3 | 3,9 | 6,2 | 8,9 | 8,7 | 8,8 | 8,6 | 9,2 | 8,8 | 8,3 | 7,9 | | | | | |

R : réalisé E : estimé

Sources : historique : Wharton Econometric Forecasting Associates.
prévision : Direction des études économiques, Caisse de dépôt et placement du Québec.

**Tableau A1 (suite)**
**États-Unis**
**Principaux agrégats de la demande**
**(milliards de $ 1987)**

| | 92:1R | 92:2 | 92:3 | 92:4 | 93:1 | 93:2 | 93:3 | 93:4 | 94:1 | 94:2 | 94:3 | 94:4 | 1991R | 1992E | 1993 | 1994 | 1995 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Dépenses gouvernementales en biens et services | 930,4<br>-1,5<br>3,1 | 924,5<br>-2,1<br>-2,5 | 922,2<br>-1,5<br>-1,0 | 921,1<br>-0,2<br>-0,5 | 921,7<br>-0,9<br>0,3 | 923,4<br>-0,1<br>0,7 | 925,9<br>0,4<br>1,1 | 929,1<br>0,9<br>1,4 | 932,6<br>1,2<br>1,5 | 936,3<br>1,4<br>1,6 | 940,2<br>1,5<br>1,7 | 944,4<br>1,6<br>1,8 | 937,1<br>0,9 | 924,5<br>-1,3 | 925,0<br>0,1 | 938,4<br>1,4 | 955,6<br>1,8 |
| Demande intérieure finale | 4938<br>1,3<br>4,7 | 4962<br>1,6<br>2,0 | 5000<br>2,2<br>3,0 | 5041<br>3,3<br>3,3 | 5084<br>3,0<br>3,5 | 5124<br>3,3<br>3,2 | 5167<br>3,3<br>3,4 | 5210<br>3,3<br>3,3 | 5250<br>3,3<br>3,1 | 5293<br>3,3<br>3,3 | 5336<br>3,3<br>3,3 | 5380<br>3,3<br>3,3 | 4884<br>-1,1 | 4985<br>2,1 | 5146<br>3,2 | 5315<br>3,3 | 5468<br>2,9 |
| Exportations | 556,7<br>8,6<br>-0,9 | 560,9<br>4,7<br>3,0 | 564,0<br>3,4<br>2,2 | 566,3<br>1,5<br>1,6 | 570,7<br>2,5<br>3,1 | 578,8<br>3,2<br>5,8 | 588,8<br>4,4<br>7,1 | 599,1<br>5,8<br>7,2 | 610,3<br>6,9<br>7,7 | 622,3<br>7,5<br>8,1 | 635,0<br>7,8<br>8,4 | 648,6<br>8,3<br>8,9 | 537,9<br>6,4 | 562,0<br>4,5 | 584,3<br>4,0 | 629,0<br>7,6 | 685,5<br>9,0 |
| Importations | 579,0<br>9,0<br>-0,2 | 588,8<br>7,4<br>6,9 | 597,9<br>3,8<br>6,3 | 607,0<br>4,8<br>6,2 | 616,7<br>6,5<br>6,6 | 627,2<br>6,5<br>6,9 | 639,4<br>6,9<br>8,1 | 654,7<br>7,9<br>9,9 | 668,5<br>8,4<br>8,7 | 681,0<br>8,6<br>7,6 | 693,3<br>8,4<br>7,5 | 707,2<br>8,0<br>8,2 | 558,7<br>0,3 | 593,2<br>6,2 | 634,5<br>7,0 | 687,5<br>8,4 | 736,9<br>7,2 |
| Exportations nettes | -22,3 | -27,9 | -33,9 | -40,7 | -46,1 | -48,4 | -50,6 | -55,6 | -58,3 | -58,7 | -58,3 | -58,6 | -20,8 | -31,2 | -50,2 | -58,5 | -51,3 |
| Demande finale | 4915<br>1,2<br>4,6 | 4935<br>1,3<br>1,6 | 4966<br>2,1<br>2,6 | 5000<br>2,9<br>2,8 | 5038<br>2,5<br>3,1 | 5076<br>2,9<br>3,0 | 5116<br>3,0<br>3,2 | 5154<br>3,1<br>3,0 | 5192<br>3,0<br>2,9 | 5234<br>3,1<br>3,3 | 5278<br>3,2<br>3,4 | 5321<br>3,2<br>3,3 | 4863<br>-0,4 | 4954<br>1,9 | 5096<br>2,9 | 5256<br>3,1 | 5417<br>3,1 |
| Variation des stocks | -18,4 | -0,8 | 9,3 | 15,7 | 22,0 | 27,3 | 31,2 | 33,6 | 30,6 | 27,0 | 24,9 | 24,0 | -13,9 | 1,5 | 28,5 | 26,6 | 22,4 |
| Produit intérieur brut | 4897<br>1,5<br>2,4 | 4934<br>1,9<br>3,0 | 4975<br>2,3<br>3,4 | 5016<br>3,0<br>3,3 | 5060<br>3,3<br>3,6 | 5103<br>3,4<br>3,5 | 5148<br>3,5<br>3,5 | 5188<br>3,4<br>3,1 | 5222<br>3,2<br>2,7 | 5261<br>3,1<br>3,0 | 5303<br>3,0<br>3,2 | 5345<br>3,0<br>3,2 | 4849<br>-0,7 | 4955<br>2,2 | 5125<br>3,4 | 5283<br>3,1 | 5440<br>3,0 |
| Indice implicite de prix du PIB (1987=100) | 118,8<br>2,5<br>3,1 | 119,9<br>2,7<br>3,8 | 121,1<br>3,2<br>4,1 | 122,2<br>3,6<br>3,6 | 123,0<br>3,6<br>2,8 | 123,8<br>3,3<br>2,6 | 124,6<br>2,9<br>2,7 | 125,5<br>2,7<br>2,9 | 126,3<br>2,7<br>2,5 | 127,1<br>2,6<br>2,4 | 127,9<br>2,6<br>2,7 | 128,8<br>2,6<br>2,9 | 117,0<br>3,6 | 120,5<br>3,0 | 124,2<br>3,1 | 127,5<br>2,6 | 131,0<br>2,7 |

R : réalisé E : estimé

Sources : historique : Wharton Econometric Forecasting Associates.
prévision : Direction des études économiques, Caisse de dépôt et placement du Québec.

Tableau A2
États-Unis
Emploi, revenus et profits

| | 92:1R | 92:2 | 92:3 | 92:4 | 93:1 | 93:2 | 93:3 | 93:4 | 94:1 | 94:2 | 94:3 | 94:4 | 1991R | 1992E | 1993 | 1994 | 1995 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Emploi (millions) | 117,2 | 117,7 | 118,1 | 118,6 | 119,2 | 119,7 | 120,3 | 120,7 | 121,1 | 121,5 | 121,9 | 122,3 | 116,9 | 117,9 | 120,0 | 121,7 | 123,2 |
| | 0,3 | 0,6 | 1,1 | 1,6 | 1,7 | 1,8 | 1,8 | 1,8 | 1,6 | 1,5 | 1,4 | 1,3 | -0,9 | 0,9 | 1,8 | 1,4 | 1,2 |
| | 1,4 | 1,6 | 1,6 | 1,7 | 1,8 | 1,9 | 1,8 | 1,7 | 1,3 | 1,2 | 1,3 | 1,3 | | | | | |
| Taux de chômage (%) | 7,2 | 7,1 | 7,1 | 6,9 | 6,8 | 6,7 | 6,5 | 6,4 | 6,4 | 6,3 | 6,2 | 6,2 | 6,8 | 7,1 | 6,6 | 6,3 | 6,1 |
| Revenu personnel | 4345 | 4413 | 4485 | 4557 | 4630 | 4701 | 4775 | 4850 | 4912 | 4979 | 5052 | 5129 | 4218 | 4450 | 4739 | 5018 | 5315 |
| disponible | 4,7 | 4,9 | 5,8 | 6,5 | 6,6 | 6,5 | 6,5 | 6,4 | 6,1 | 5,9 | 5,8 | 5,8 | 3,9 | 5,5 | 6,5 | 5,9 | 5,9 |
| (milliards $) | 6,5 | 6,4 | 6,8 | 6,5 | 6,6 | 6,3 | 6,4 | 6,4 | 5,2 | 5,6 | 6,0 | 6,2 | | | | | |
| Revenu personnel | 3580 | 3603 | 3625 | 3647 | 3679 | 3711 | 3740 | 3766 | 3788 | 3815 | 3841 | 3867 | 3535 | 3614 | 3724 | 3828 | 3938 |
| disponible réel | 1,9 | 1,8 | 2,4 | 2,8 | 2,8 | 3,0 | 3,2 | 3,2 | 3,0 | 2,8 | 2,7 | 2,7 | -0,1 | 2,2 | 3,0 | 2,8 | 2,9 |
| (milliards $ 1987) | 3,7 | 2,6 | 2,5 | 2,5 | 3,5 | 3,6 | 3,1 | 2,8 | 2,3 | 2,9 | 2,7 | 2,7 | | | | | |
| Taux d'épargne (%) | 4,9 | 5,1 | 4,8 | 4,5 | 4,6 | 4,8 | 4,8 | 4,7 | 4,6 | 4,6 | 4,5 | 4,4 | 5,2 | 4,8 | 4,7 | 4,5 | 4,6 |
| Indice des prix | 138,8 | 140,1 | 141,5 | 142,9 | 143,9 | 144,9 | 146,0 | 147,3 | 148,3 | 149,2 | 150,4 | 151,7 | 136,3 | 140,8 | 145,5 | 149,9 | 154,3 |
| à la consommation | 2,9 | 3,2 | 3,6 | 3,7 | 3,7 | 3,4 | 3,2 | 3,1 | 3,0 | 3,0 | 3,0 | 3,0 | 4,2 | 3,3 | 3,3 | 3,0 | 2,9 |
| (1982-1984=100) | 2,9 | 3,7 | 4,2 | 3,9 | 3,0 | 2,6 | 3,2 | 3,5 | 2,8 | 2,5 | 3,2 | 3,4 | | | | | |
| Productivité | 41,8 | 41,9 | 42,1 | 42,3 | 42,5 | 42,6 | 42,8 | 43,0 | 43,1 | 43,3 | 43,5 | 43,7 | 41,5 | 42,0 | 42,7 | 43,4 | 44,2 |
| | 1,3 | 1,4 | 1,2 | 1,5 | 1,6 | 1,6 | 1,6 | 1,6 | 1,5 | 1,6 | 1,6 | 1,7 | 0,2 | 1,3 | 1,6 | 1,6 | 1,7 |
| | 1,0 | 1,5 | 1,8 | 1,6 | 1,7 | 1,5 | 1,7 | 1,5 | 1,4 | 1,7 | 1,9 | 1,9 | | | | | |
| Coûts unitaires | 54,4 | 54,2 | 54,2 | 54,1 | 54,2 | 54,3 | 54,3 | 54,3 | 54,3 | 54,2 | 54,1 | 54,1 | 54,6 | 54,2 | 54,3 | 54,2 | 54,0 |
| | -0,5 | -0,7 | -0,7 | -1,0 | -0,3 | 0,0 | 0,3 | 0,4 | 0,1 | -0,1 | -0,3 | -0,5 | -0,7 | -0,7 | 0,1 | -0,2 | -0,4 |
| | -1,9 | -1,0 | -0,6 | -0,4 | 0,7 | 0,4 | 0,3 | 0,2 | -0,6 | -0,5 | -0,5 | -0,4 | | | | | |
| Profits avant impôts | 339,8 | 355,3 | 370,2 | 383,1 | 388,0 | 394,1 | 400,3 | 406,6 | 413,8 | 421,3 | 430,9 | 440,6 | 312,4 | 362,1 | 397,3 | 426,7 | 457,9 |
| (milliards $) | 9,9 | 16,0 | 16,4 | 21,2 | 14,2 | 10,9 | 8,1 | 6,1 | 6,7 | 6,9 | 7,6 | 8,4 | -6,0 | 15,9 | 9,7 | 7,4 | 7,3 |
| | 33,5 | 19,5 | 17,9 | 14,7 | 5,1 | 6,5 | 6,5 | 6,4 | 7,3 | 7,4 | 9,5 | 9,3 | | | | | |
| Taux de profit (%) (1) | 7,3 | 7,5 | 7,7 | 7,8 | 7,8 | 7,8 | 7,8 | 7,8 | 7,9 | 7,9 | 8,0 | 8,0 | 6,9 | 7,6 | 7,8 | 7,9 | 8,1 |

R : réalisé E : estimé

1- Profits avant impôts en pourcentage du revenu national.

Sources : historique : Wharton Econometric Forecasting Associates.
prévision : Direction des études économiques, Caisse de dépôt et placement du Québec.

**CANADA**

Tableau A3
Canada
Principaux agrégats de la demande
(millions de $ 1986)

| | 92:1E | 92:2 | 92:3 | 92:4 | 93:1 | 93:2 | 93:3 | 93:4 | 94:1 | 94:2 | 94:3 | 94:4 | 1991R | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Consommation totale | 335519 | 336810 | 338938 | 341596 | 344563 | 347582 | 350929 | 354659 | 358196 | 361553 | 365025 | 368697 | 334570 | 338216 | 349433 | 363367 | 377330 |
| | 1,4 | 0,0 | 0,9 | 2,1 | 2,7 | 3,2 | 3,5 | 3,8 | 4,0 | 4,0 | 4,0 | 4,0 | -1,1 | 1,1 | 3,3 | 4,0 | 3,8 |
| | 1,0 | 1,5 | 2,6 | 3,2 | 3,5 | 3,6 | 3,9 | 4,3 | 4,0 | 3,8 | 3,9 | 4,1 | | | | | |
| Biens durables | 47269 | 47162 | 47454 | 47829 | 48289 | 48729 | 49198 | 49802 | 50365 | 50958 | 51498 | 52080 | 48233 | 47429 | 49004 | 51225 | 53375 |
| | 1,2 | -4,6 | -4,1 | 1,1 | 2,2 | 3,3 | 3,7 | 4,1 | 4,3 | 4,6 | 4,7 | 4,6 | -6,2 | -1,7 | 3,3 | 4,5 | 4,2 |
| | -0,5 | -0,9 | 2,5 | 3,2 | 3,9 | 3,7 | 3,9 | 5,0 | 4,6 | 4,8 | 4,3 | 4,6 | | | | | |
| Biens semi-durables | 29218 | 29291 | 29472 | 29705 | 29954 | 30147 | 30422 | 30655 | 30928 | 31187 | 31479 | 31813 | 29606 | 29422 | 30295 | 31352 | 32535 |
| | -0,9 | -2,5 | -0,1 | 1,1 | 2,5 | 2,9 | 3,2 | 3,2 | 3,2 | 3,4 | 3,5 | 3,8 | -8,1 | -0,6 | 3,0 | 3,5 | 3,8 |
| | -2,4 | 1,0 | 2,5 | 3,2 | 3,4 | 2,6 | 3,7 | 3,1 | 3,6 | 3,4 | 3,8 | 4,3 | | | | | |
| Biens non durables | 86989 | 87249 | 87746 | 88376 | 89031 | 89670 | 90466 | 91358 | 92124 | 92853 | 93564 | 94327 | 86961 | 87590 | 90131 | 93217 | 96322 |
| | 0,2 | 0,1 | 1,0 | 1,7 | 2,3 | 2,8 | 3,1 | 3,4 | 3,5 | 3,5 | 3,4 | 3,2 | -0,8 | 0,7 | 2,9 | 3,4 | 3,3 |
| | 0,3 | 1,2 | 2,3 | 2,9 | 3,0 | 2,9 | 3,6 | 4,0 | 3,4 | 3,2 | 3,1 | 3,3 | | | | | |
| Services | 172043 | 173109 | 174265 | 175686 | 177289 | 179036 | 180843 | 182844 | 184779 | 186555 | 188483 | 190478 | 169770 | 173776 | 180003 | 187574 | 195097 |
| | 2,5 | 1,8 | 2,4 | 2,7 | 3,0 | 3,4 | 3,8 | 4,1 | 4,2 | 4,2 | 4,2 | 4,2 | 1,7 | 2,4 | 3,6 | 4,2 | 4,0 |
| | 2,3 | 2,5 | 2,7 | 3,3 | 3,7 | 4,0 | 4,1 | 4,5 | 4,3 | 3,9 | 4,2 | 4,3 | | | | | |
| Construction résidentielle | 33314 | 33667 | 34891 | 35920 | 36855 | 37561 | 38189 | 38833 | 39539 | 40264 | 41109 | 41953 | 32397 | 34448 | 37860 | 40716 | 43451 |
| | 12,7 | 4,2 | 3,8 | 5,3 | 10,6 | 11,6 | 9,5 | 8,1 | 7,3 | 7,2 | 7,6 | 8,0 | -8,5 | 6,3 | 9,9 | 7,5 | 6,7 |
| | -9,0 | 4,3 | 15,4 | 12,3 | 10,8 | 7,9 | 6,9 | 6,9 | 7,5 | 7,5 | 8,7 | 8,5 | | | | | |
| Mises en chantier (milliers) | 154 | 171 | 182 | 191 | 199 | 201 | 203 | 204 | 206 | 211 | 216 | 220 | 152 | 175 | 202 | 213 | 219 |
| Formation brute de capital fixe privée | 74286 | 73635 | 73260 | 73234 | 73500 | 74228 | 75466 | 76976 | 78514 | 80027 | 81737 | 83640 | 74471 | 73604 | 75042 | 80979 | 88457 |
| | 0,7 | -0,4 | -1,7 | -3,1 | -1,1 | 0,8 | 3,0 | 5,1 | 6,8 | 7,8 | 8,3 | 8,7 | -1,9 | -1,2 | 2,0 | 7,9 | 9,2 |
| | -6,8 | -3,5 | -2,0 | -0,1 | 1,5 | 4,0 | 6,8 | 8,2 | 8,2 | 7,9 | 8,8 | 9,6 | | | | | |
| Construction non résidentielle | 27545 | 26915 | 26349 | 25932 | 25683 | 25580 | 25601 | 25815 | 26049 | 26267 | 26533 | 26970 | 29073 | 26685 | 25670 | 26455 | 28179 |
| | -5,6 | -8,3 | -10,4 | -8,5 | -6,8 | -5,0 | -2,8 | -0,5 | 1,4 | 2,7 | 3,6 | 4,5 | -3,1 | -8,2 | -3,8 | 3,1 | 6,5 |
| | -10,6 | -8,8 | -8,1 | -6,2 | -3,8 | -1,6 | 0,3 | 3,4 | 3,7 | 3,4 | 4,1 | 6,8 | | | | | |
| Machinerie et équipement | 46741 | 46720 | 46911 | 47301 | 47817 | 48648 | 49864 | 51161 | 52465 | 53760 | 55205 | 56670 | 45398 | 46918 | 49372 | 54525 | 60278 |
| | 4,9 | 4,8 | 3,9 | 0,0 | 2,3 | 4,1 | 6,3 | 8,2 | 9,7 | 10,5 | 10,7 | 10,8 | -1,1 | 3,3 | 5,2 | 10,4 | 10,6 |
| | -4,5 | -0,2 | 1,6 | 3,4 | 4,4 | 7,1 | 10,4 | 10,8 | 10,6 | 10,2 | 11,2 | 11,0 | | | | | |

R : réalisé E : estimé

Sources : historique : Le Conference Board du Canada et Statistique Canada.
prévision : Direction des études économiques, Caisse de dépôt et placement du Québec.

Tableau A3 (suite)
Canada
Principaux agrégats de la demande
(millions de $ 1986)

| | 92:1E | 92:2 | 92:3 | 92:4 | 93:1 | 93:2 | 93:3 | 93:4 | 94:1 | 94:2 | 94:3 | 94:4 | 1991R | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Dépenses gouvernementales en biens et services | 116085 | 116302 | 116591 | 116954 | 117390 | 117857 | 118355 | 118884 | 119444 | 120037 | 120707 | 121454 | 115152 | 116483 | 118121 | 120411 | 123648 |
| | 2,1 | 1,0 | 0,6 | 0,9 | 1,1 | 1,3 | 1,5 | 1,6 | 1,7 | 1,8 | 2,0 | 2,2 | 2,4 | 1,2 | 1,4 | 1,9 | 2,7 |
| | 0,5 | 0,7 | 1,0 | 1,2 | 1,5 | 1,6 | 1,7 | 1,8 | 1,9 | 2,0 | 2,3 | 2,5 | | | | | |
| Demande intérieure finale | 574979 | 576229 | 579534 | 583597 | 588280 | 593279 | 599070 | 605562 | 611995 | 618284 | 625092 | 632380 | 572242 | 578585 | 596548 | 621938 | 649834 |
| | 2,1 | 0,4 | 0,7 | 1,3 | 2,3 | 3,0 | 3,4 | 3,8 | 4,0 | 4,2 | 4,3 | 4,4 | -0,9 | 1,1 | 3,1 | 4,3 | 4,5 |
| | -0,8 | 0,9 | 2,3 | 2,8 | 3,2 | 3,4 | 4,0 | 4,4 | 4,3 | 4,2 | 4,5 | 4,7 | | | | | |
| Exportations | 170205 | 173168 | 176361 | 179924 | 183381 | 186402 | 189339 | 192226 | 195020 | 198061 | 201293 | 204590 | 164067 | 174914 | 187837 | 199741 | 212239 |
| | 8,6 | 5,1 | 3,8 | 9,1 | 7,7 | 7,6 | 7,4 | 6,8 | 6,3 | 6,3 | 6,3 | 6,4 | 0,6 | 6,6 | 7,4 | 6,3 | 6,3 |
| | 13,5 | 7,1 | 7,6 | 8,3 | 7,9 | 6,8 | 6,5 | 6,2 | 5,9 | 6,4 | 6,7 | 6,7 | | | | | |
| Importations | 178702 | 182356 | 184048 | 185706 | 187418 | 189343 | 191999 | 194999 | 198065 | 201079 | 204425 | 207887 | 174752 | 182703 | 190940 | 202864 | 215922 |
| | 8,3 | 6,6 | 0,9 | 2,8 | 4,9 | 3,8 | 4,3 | 5,0 | 5,7 | 6,2 | 6,5 | 6,6 | 2,5 | 4,5 | 4,5 | 6,2 | 6,4 |
| | -4,3 | 8,4 | 3,8 | 3,7 | 3,7 | 4,2 | 5,7 | 6,4 | 6,4 | 6,2 | 6,8 | 6,9 | | | | | |
| Exportations nettes | -8497 | -9189 | -7687 | -5781 | -4036 | -2941 | -2660 | -2773 | -3045 | -3019 | -3132 | -3298 | -10685 | -7789 | -3103 | -3123 | -3683 |
| Demande finale | 564626 | 565184 | 569991 | 575959 | 582388 | 588482 | 594555 | 600933 | 607094 | 613409 | 620104 | 627227 | 559028 | 568940 | 591589 | 616958 | 644295 |
| | 2,2 | 0,1 | 1,7 | 3,1 | 3,1 | 4,1 | 4,3 | 4,3 | 4,2 | 4,2 | 4,3 | 4,4 | -1,9 | 1,8 | 4,0 | 4,3 | 4,4 |
| | 4,5 | 0,4 | 3,4 | 4,3 | 4,5 | 4,3 | 4,2 | 4,4 | 4,2 | 4,2 | 4,4 | 4,7 | | | | | |
| Variation des stocks | -3483 | 7 | 70 | 415 | 832 | 1366 | 1402 | 1514 | 2221 | 2208 | 2361 | 2800 | -166 | -748 | 1279 | 2397 | 3011 |
| Produit intérieur brut | 561143 | 565191 | 570061 | 576374 | 583220 | 589848 | 595957 | 602447 | 609314 | 615618 | 622464 | 630027 | 558862 | 568192 | 592868 | 619356 | 647305 |
| | 1,4 | 0,8 | 1,6 | 2,9 | 3,9 | 4,4 | 4,5 | 4,5 | 4,5 | 4,4 | 4,4 | 4,6 | -1,5 | 1,7 | 4,3 | 4,5 | 4,5 |
| | 0,7 | 2,9 | 3,5 | 4,5 | 4,8 | 4,6 | 4,2 | 4,4 | 4,6 | 4,2 | 4,5 | 4,9 | | | | | |
| Indice implicite de prix du P.I.B. (1986=100) | 122,8 | 123,7 | 124,8 | 125,6 | 126,2 | 127,0 | 127,6 | 128,2 | 128,8 | 129,3 | 129,9 | 130,3 | 121,5 | 124,2 | 127,3 | 129,6 | 131,8 |
| | 1,5 | 1,7 | 2,7 | 2,9 | 2,8 | 2,7 | 2,3 | 2,1 | 2,0 | 1,8 | 1,7 | 1,7 | 2,7 | 2,2 | 2,5 | 1,8 | 1,7 |
| | 2,5 | 3,0 | 3,5 | 2,6 | 2,0 | 2,5 | 2,1 | 1,8 | 1,7 | 1,7 | 1,7 | 1,5 | | | | | |

R : réalisé E : estimé

Sources : historique : Le Conference Board du Canada et Statistique Canada.
prévision : Direction des études économiques, Caisse de dépôt et placement du Québec.

Tableau A4
Canada
Emploi, revenus et profits

| | 92:1E | 92:2 | 92:3 | 92:4 | 93:1 | 93:2 | 93:3 | 93:4 | 94:1 | 94:2 | 94:3 | 94:4 | 1991R | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Emploi (milliers) | 12274 | 12210 | 12261 | 12348 | 12446 | 12541 | 12628 | 12712 | 12795 | 12878 | 12958 | 13042 | 12340 | 12273 | 12582 | 12918 | 13222 |
| | -0,3 | -1,1 | -0,8 | -0,0 | 1,4 | 2,7 | 3,0 | 2,9 | 2,8 | 2,7 | 2,6 | 2,6 | -1,8 | -0,5 | 2,5 | 2,7 | 2,4 |
| | -2,4 | -2,1 | 1,7 | 2,9 | 3,2 | 3,1 | 2,8 | 2,7 | 2,6 | 2,6 | 2,5 | 2,6 | | | | | |
| Taux de chômage (%) | 10,7 | 11,1 | 11,0 | 10,8 | 10,4 | 10,1 | 9,9 | 9,7 | 9,5 | 9,3 | 9,1 | 8,9 | 10,3 | 10,9 | 10,0 | 9,2 | 8,5 |
| Revenu personnel | 471889 | 476166 | 481576 | 486761 | 492094 | 497760 | 502826 | 507857 | 513445 | 518713 | 524380 | 530167 | 469395 | 479098 | 500134 | 521676 | 545159 |
| disponible | 1,4 | 0,5 | 2,0 | 4,3 | 4,3 | 4,5 | 4,4 | 4,3 | 4,3 | 4,2 | 4,3 | 4,4 | 3,2 | 2,1 | 4,4 | 4,3 | 4,5 |
| (millions $) | 4,6 | 3,7 | 4,6 | 4,4 | 4,5 | 4,7 | 4,1 | 4,1 | 4,5 | 4,2 | 4,4 | 4,5 | | | | | |
| Revenu personnel | 378341 | 379335 | 380491 | 382453 | 385094 | 387248 | 389486 | 391984 | 394507 | 396664 | 399225 | 402170 | 379919 | 380155 | 388453 | 398142 | 409012 |
| disponible réel | -0,2 | -1,2 | -0,1 | 1,8 | 1,8 | 2,1 | 2,4 | 2,5 | 2,4 | 2,4 | 2,5 | 2,6 | -1,5 | 0,1 | 2,2 | 2,5 | 2,7 |
| (millions $ 1986) | 2,7 | 1,1 | 1,2 | 2,1 | 2,8 | 2,3 | 2,3 | 2,6 | 2,6 | 2,2 | 2,6 | 3,0 | | | | | |
| Taux d'épargne (%) | 9,6 | 9,6 | 9,3 | 9,1 | 8,9 | 8,6 | 8,3 | 7,9 | 7,6 | 7,2 | 6,9 | 6,7 | 10,1 | 9,4 | 8,4 | 7,1 | 6,1 |
| Indice des prix | 127,2 | 128,0 | 129,1 | 129,8 | 130,3 | 131,1 | 131,7 | 132,1 | 132,7 | 133,4 | 134,0 | 134,4 | 126,2 | 128,5 | 131,3 | 133,6 | 135,9 |
| à la consommation | 1,6 | 1,5 | 1,8 | 2,5 | 2,5 | 2,4 | 2,0 | 1,8 | 1,8 | 1,7 | 1,7 | 1,7 | 5,6 | 1,9 | 2,2 | 1,8 | 1,7 |
| (1986=100) | 1,9 | 2,6 | 3,4 | 2,3 | 1,6 | 2,4 | 1,8 | 1,4 | 1,8 | 1,9 | 1,8 | 1,5 | | | | | |
| Productivité | 45,7 | 46,3 | 46,5 | 46,7 | 46,9 | 47,0 | 47,2 | 47,4 | 47,6 | 47,8 | 48,0 | 48,3 | 45,3 | 46,3 | 47,1 | 47,9 | 49,0 |
| | 1,7 | 1,9 | 2,3 | 2,9 | 2,5 | 1,6 | 1,5 | 1,5 | 1,6 | 1,6 | 1,8 | 1,9 | 0,3 | 2,2 | 1,8 | 1,7 | 2,1 |
| | 3,2 | 5,1 | 1,8 | 1,6 | 1,6 | 1,5 | 1,4 | 1,7 | 1,9 | 1,5 | 2,0 | 2,3 | | | | | |
| Coûts unitaires | 70,3 | 70,3 | 70,5 | 70,5 | 70,5 | 70,6 | 70,7 | 70,8 | 71,0 | 71,1 | 71,3 | 71,4 | 69,3 | 70,4 | 70,7 | 71,2 | 71,9 |
| | 1,5 | 2,1 | 1,7 | 1,0 | 0,3 | 0,5 | 0,4 | 0,5 | 0,6 | 0,6 | 0,7 | 0,8 | 4,1 | 1,6 | 0,4 | 0,7 | 1,1 |
| | 3,0 | 0,1 | 0,8 | 0,2 | 0,2 | 0,7 | 0,5 | 0,4 | 0,8 | 0,7 | 0,9 | 0,8 | | | | | |
| Profits avant impôts | 29248 | 33568 | 37811 | 42133 | 45981 | 49600 | 52688 | 55745 | 58314 | 60349 | 62815 | 65497 | 30561 | 35690 | 51004 | 61744 | 70773 |
| (millions $) | -0,8 | 3,6 | 17,0 | 50,2 | 57,2 | 47,8 | 39,3 | 32,3 | 26,8 | 21,7 | 19,2 | 17,5 | -32,3 | 16,8 | 42,9 | 21,1 | 14,6 |
| | 18,3 | 73,5 | 61,0 | 54,2 | 41,9 | 35,4 | 27,3 | 25,3 | 19,7 | 14,7 | 17,4 | 18,2 | | | | | |
| Taux de profit (%) (1) | 5,6 | 6,4 | 7,0 | 7,7 | 8,2 | 8,7 | 9,1 | 9,5 | 9,7 | 9,9 | 10,2 | 10,4 | 5,9 | 6,7 | 8,9 | 10,1 | 10,8 |

R : réalisé E : estimé

1- Profits avant impôts en pourcentage du revenu intérieur.

Sources : historique : Le Conference Board du Canada et Statistique Canada.
prévision : Direction des études économiques, Caisse de dépôt et placement du Québec.

**Tableau A5**
**Taux d'intérêt**

| | | 92:1R | 92:2E | 92:3 | 92:4 | 93:1 | 93:2 | 93:3 | 93:4 | 94:1 | 94:2 | 94:3 | 94:4 | 95:4 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | ÉTATS-UNIS | | | | | | | | | | | | | |
| 1 | Obligations fédérales 30 ans | 7,8 | 7,8 | 7,7 | 7,6 | 7,6 | 7,7 | 7,7 | 7,6 | 7,5 | 7,5 | 7,5 | 7,5 | 7,5 |
| 2 | Bons du Trésor 3 mois | 3,9 | 3,6 | 3,7 | 3,9 | 4,3 | 4,4 | 4,5 | 4,6 | 4,4 | 4,9 | 5,3 | 5,6 | 5,8 |
| 3 | Écart de rendement (1) | 3,9 | 4,2 | 4,0 | 3,6 | 3,3 | 3,3 | 3,1 | 3,0 | 3,0 | 2,6 | 2,2 | 1,9 | 1,7 |
| 4 | Inflation (2) | 2,9 | 3,2 | 3,6 | 3,7 | 3,7 | 3,4 | 3,2 | 3,1 | 3,0 | 3,0 | 3,0 | 3,0 | 2,9 |
| 5 | Rendement réel - long terme (3) | 4,9 | 4,6 | 4,1 | 3,9 | 3,9 | 4,3 | 4,5 | 4,5 | 4,4 | 4,5 | 4,4 | 4,5 | 4,7 |
| 6 | Rendement réel - court terme (4) | 1,0 | 0,4 | 0,1 | 0,2 | 0,6 | 1,0 | 1,3 | 1,5 | 1,4 | 1,9 | 2,3 | 2,6 | 2,9 |
| | CANADA | | | | | | | | | | | | | |
| 7 | Obligations fédérales 30 ans | 9,0 | 9,0 | 8,7 | 8,4 | 8,4 | 8,5 | 8,3 | 8,2 | 7,9 | 7,9 | 7,7 | 7,6 | 7,3 |
| 8 | Taux hypothécaires 5 ans | 9,8 | 9,9 | 9,6 | 9,4 | 9,4 | 9,4 | 9,3 | 9,1 | 8,8 | 8,8 | 8,7 | 8,5 | 8,1 |
| 9 | Bons du Trésor 3 mois | 7,2 | 6,2 | 5,7 | 5,8 | 5,9 | 5,9 | 5,8 | 5,7 | 5,4 | 5,8 | 5,9 | 6,0 | 5,7 |
| 10 | Taux de base | 7,8 | 7,3 | 6,9 | 7,0 | 7,0 | 7,0 | 6,9 | 6,8 | 6,5 | 6,8 | 6,8 | 6,8 | 6,6 |
| 11 | Écart de rendement (1) | 1,8 | 2,8 | 2,9 | 2,6 | 2,5 | 2,6 | 2,5 | 2,5 | 2,5 | 2,1 | 1,8 | 1,6 | 1,5 |
| 12 | Inflation (2) | 1,6 | 1,5 | 1,8 | 2,5 | 2,5 | 2,4 | 2,0 | 1,8 | 1,8 | 1,7 | 1,7 | 1,7 | 1,7 |
| 13 | Rendement réel - long terme (3) | 7,4 | 7,5 | 6,9 | 5,9 | 6,0 | 6,1 | 6,3 | 6,4 | 6,1 | 6,2 | 6,0 | 5,8 | 5,5 |
| 14 | Rendement réel - court terme (4) | 5,6 | 4,6 | 3,9 | 3,3 | 3,5 | 3,5 | 3,8 | 3,9 | 3,6 | 4,1 | 4,2 | 4,2 | 4,0 |
| 15 | Écart Canada - États-Unis : long terme (5) | 1,2 | 1,1 | 0,9 | 0,9 | 0,8 | 0,8 | 0,7 | 0,5 | 0,5 | 0,4 | 0,3 | 0,0 | -0,3 |
| 16 | Écart Canada - États-Unis : court terme (6) | 3,3 | 2,5 | 2,0 | 1,9 | 1,6 | 1,5 | 1,3 | 1,1 | 1,0 | 0,9 | 0,6 | 0,3 | -0,1 |

R : réalisé E : estimé

1- Écart de rendement entre les obligations fédérales et les bons du Trésor.
2- Taux de croissance de l'indice des prix à la consommation par rapport à l'année précédente.
3- Écart entre le taux des obligations fédérales et l'inflation.
4- Écart entre le taux des bons du Trésor et l'inflation.
5- Écart de rendement entre les obligations fédérales du Canada et des États-Unis.
6- Écart de rendement entre les bons du Trésor du Canada et des États-Unis.

Sources : historique : Wharton Econometric Forecasting Associates, Statistique Canada et Banque du Canada.
prévision : Direction des études économiques, Caisse de dépôt et placement du Québec.